

AUTORIDADES MONETÁRIAS

DÍVIDA EXTERNA E HAVERES FINANCEIROS

BRASIL - ANOS SETENTA

*Este exemplar corresponde à redação  
final da tese defendida por Samuel Kilsztajn  
e aprovada pela Comissão Julgadora*

*Campinas, 20 de novembro de 1984  
h. f. p. a. Belluzzo*

SAMUEL KILSZTAJN

Tese de Doutorado sob a Orientação do  
Professor Doutor Luiz Gonzaga de Mello  
Belluzzo apresentada ao Instituto de  
Economia da Universidade Estadual de  
Campinas.

Campinas, 1984

Aos alunos e colegas da  
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e da  
Universidade Estadual de Campinas.

"Primeiro marcou a pista da corrida, traçando uma espécie de círculo ('a forma exata não tem muita importância', ele explicou), e depois todo o grupo foi colocado aqui e ali, ao longo da pista. Não havia nenhum 'Uma, duas, três, já!', pois todos começavam a correr quando quisessem e paravam também à vontade, de modo que não era nada fácil saber quando a corrida tinha terminado. Entretanto, quando já tinham corrido cerca de meia hora, e já estavam completamente enxutos outra vez, o Dodô subitamente proclamou: 'A corrida acabou!' E todos se reuniram em torno dele, ofegantes, perguntando: 'Mas quem ganhou?'"

Lewis Carrol

No País das Maravilhas

"... a crise tinha que chegar e, quando chega,  
todo mundo fica surpreso."

Der Spiegel

(comentando a crise do dólar de 1971)

Desenvolvida a partir do Curso de Doutorado em Economia do agora Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas a presente Tese é fruto das discussões em "Tópicos Avançados de Economia Monetária e Financeira" sob a responsabilidade do Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo e dos seminários em "Tópicos Especiais de Economia Aplicada" orientados pela Profª Drª Maria da Conceição Tavares - neste sentido, o agradecimento aos mestres estende-se naturalmente aos colegas de curso.

A pesquisa "Sistema Financeiro Estadual - Análise Comparativa" do projeto "Estrutura e Gênese da Administração Pública em São Paulo", coordenada pelo Prof. Dr. Luciano Coutinho para a Fundação de Desenvolvimento Administrativo - FUNDAP em convênio com a UNICAMP, constituiu concretamente a primeira oportunidade de trabalho na área.

Num segundo momento, a Tese só se tornou factível, dada a colaboração dos economistas do Banco Central em São Paulo. No REPEC-SP, decisivo seria encontrar Eduardo Lundberg, incansável interlocutor da Tese. Agradeço a toda a equipe de economistas, em particular a Virgínio Santos Neto, companheiro desde os tempos comuns da Faculdade de Economia da Universidade de São Paulo.

Dos seminários da UNICAMP de 1981 sobre o Setor Financeiro, que contaram com a participação dos economistas do "Forum Gazeta Mercantil", até os seminários que ora se desenvolvem na mesma Universidade, os grupos de estudo que se formaram propiciaram-me sempre um palco para o debate das questões abordadas na Tese. Des-

taco o grupo formado por profissionais que atuam na área financeira e que conta ainda com a presença de Francisco Eduardo Pires de Souza, colega do Curso de Mestrado e atualmente doutorando pela UNICAMP.

Luis Eduardo Alves de Assis, também professor da PUC-SP, e Zelia Maria Cardoso de Mello, cuja amizade data da época de estudantes da Universidade de São Paulo, fizeram sugestões em partes da Tese.

Particularmente, agradeço a Wilson Cano e Natermes Teixeira, companheiros professores da UNICAMP, pela leitura paciente e crítica da versão preliminar da Tese.

Em especial, o reconhecimento a Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo.

Agradeço ainda a Tania Pereira Marques, que cuidou da datilografia, a Fernando Carneiro, que preparou os gráficos e o anexo estatístico e a Marcia Leitão, que devidamente encaminhou esta como a anterior Tese de Mestrado.

Tese financiada pelo Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico - CNPq (Bolsa de Formação) e pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC-SP (Bolsa-Pesquisa na forma de liberação de atividades docentes).

AUTORIDADES MONETÁRIAS  
DÍVIDA EXTERNA E HAVERES FINANCEIROS  
BRASIL - ANOS SETENTA

Apresentação	12
<u>PRELÚDIO</u>	16
<u>I - ALLEGRO VIVACE</u>	
O "Milagre" e a Acumulação Financeira (1968-73)	69
<u>II - ANDANTE</u>	
A Crise e a Desestruturação do Sistema Financeiro Nacional (1974-78)	106
<u>III - PRESTÍSSIMO</u>	
Rumo ao Colapso do Sistema Financeiro Nacional: do Sonho dos Anos Sessenta ao Pesadelo dos Anos Oitenta (1979-82)	165
<u>FINALE</u>	
A Título de Conclusão	213
Bibliografia	224
Anexo Estatístico	233
Índice de Quadros e Gráficos	260

## PRELÚDIO

1 - A Internacionalização do Capital Produtivo e a Industrialização Brasileira no Pós-Guerra	17
2 - Inflação, Correção Monetária e Diversificação da Estrutura Financeira Nacional	26
3 - A Crise do Sistema Monetário e Financeiro Internacional	35
4 - O Brasil no Circuito Financeiro Internacional	52
4.1 - A Taxa de Câmbio e a Variação Efetiva do Poder de Compra do Cruzeiro	54
4.2 - Taxas de Juros Internacional e Doméstica	63



I - ALLEGRO VIVACE

O "MILAGRE" E A ACUMULAÇÃO FINANCEIRA (1968-73)

1 - Endividamento Externo - "Dólares Estéreis" (1968-73)	70
2 - A Expansão dos Haveres Financeiros (1968-73)	82
2.1 - Haveres Monetários (1968-73)	86
2.2 - Haveres Financeiros Não-Monetários (1968-73)	90
3 - A Acumulação Financeira no "Milagre" (1968-73)	101

## II - ANDANTE

### A CRISE E A DESESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

(1974-78)

1 - Os "Petrodólares" e o Endividamento Externo Brasileiro (1974-78)	107
2 - A Crise e os Haveres Financeiros (1974-78)	115
2.1 - Haveres Monetários (1974-78)	116
2.2 - Haveres Financeiros Não-Monetários (1974-78)	123
3 - Política e Autoridades Monetárias (1974-78)	134
3.1 - Política Monetária, Estrutura Financeira e Taxa de Juros (1974-78)	137
3.2 - A Decomposição das Autoridades Monetárias (1974-78)	143

### III - PRESTÍSSIMO

#### RUMO AO COLAPSO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: DO SONHO DOS ANOS SESSENTA AO PESADELO DOS ANOS OITENTA (1979-82)

1 - O Circuito Financeiro Internacional e os Limites do Endividamento Externo Brasileiro (1979-82)	166
2 - Os Haveres Financeiros em meio ao Descompasso da Política Monetário-Financeira (1979-82)	176
2.1 - Haveres Monetários (1979-82)	177
2.2 - Haveres Financeiros Não-Monetários (1979-82)	183
3 - A Ruptura Iminente da Estrutura Monetário-Financeira (1979-82)	191
3.1 - Os Limites da Acumulação Financeira (1979-82)	191
3.2 - Orçamento Monetário e Orçamento Fiscal (1979-82)	199

## APRESENTAÇÃO

A presente Tese, que tem como objetivo o estudo da Dívida Externa, dos Haveres Financeiros e das Autoridades Monetárias Brasileiras nos anos setenta, encontra-se subdividida em três períodos: o "milagre", aqui denominado "Allegro Vivace" (1968/73); o período de desaceleração econômica entre 1974 e 1978, "Andante", que corresponde à administração econômica de Simonsen e, finalmente, o período entre 1979 e 1982, "Prestíssimo", em que, com Delfin Neto à frente da economia, assiste-se às fortes oscilações da política econômica e ao aprofundamento da crise atual que, com decréscimo do produto real, não encontra paralelo na história econômica brasileira recente.

A subdivisão da década dos setenta, bem como os movimentos de cada período, estão associados tanto ao desempenho da economia brasileira como ao comportamento do Circuito Financeiro Internacional. Inaugurado pela "Crise do Dólar" do final dos anos sessenta, este circuito é realimentado entre os dois choques de petróleo e, dado seus limites, sofre bruscas transformações na "Administração Reagan".

Como introdução e "pano de fundo" da Tese, apresentamos o "Prelúdio" sobre o qual se desenrolam os movimentos da dívida externa, dos haveres financeiros e das Autoridades Monetárias Brasileiras nos anos setenta. "A Internacionalização do Capital Produtivo e a Industrialização Brasileira no Pós-Guerra", primei-

ro item do "prelúdio", montado essencialmente sobre citações, recolhe trechos da produção teórica dos economistas da escola do pensamento econômico brasileiro consubstanciada na Universidade Estadual de Campinas - UNICAMP.

Como segundo item da Introdução, destaca-se o comportamento da inflação brasileira frente às variações do Produto Interno Bruto e a diversificação da Estrutura Monetário-Financeira a partir das reformas dos anos sessenta.

A inauguração de um novo Circuito Financeiro Internacional a partir da crise do Sistema Monetário Internacional e do desenvolvimento do mercado de euromonedas no final dos anos sessenta, "atropela" as reformas da Estrutura Monetário-Financeira Nacional que se desenham em meados da década dos sessenta para adaptá-la ao padrão de acumulação que se segue ao "Plano de Metas", desenvolvendo os Haveres Financeiros de forma totalmente anômala. É neste sentido que se introduz o terceiro item do "Prelúdio".

Como quarto e último item introdutório, analisamos o comportamento da taxa de câmbio, a variação efetiva do poder de compra do cruzeiros e a relação entre a taxa de juros internacional e a taxa doméstica.

Ao subdividirmos o estudo da Dívida Externa, Haveres Financeiros e Autoridades Monetárias nos três períodos anteriormente citados, tomamos o cuidado de desdobrá-los segundo um só

critério. Como primeiros itens dos três capítulos, analisamos sempre a questão do endividamento externo brasileiro. Nos segundos itens, de forma descritiva, estuda-se o comportamento dos Haveres Financeiros e nos terceiros, a acumulação financeira, a Política e as Autoridades Monetárias. Desta forma, a leitura da Tese pode ser realizada na ordem em que está apresentada, isto é, por períodos ou, alternativamente, pelos itens acima listados. Nesta segunda opção, percorre-se primeiro o Endividamento Externo Brasileiro nos três períodos, depois o comportamento dos Haveres Financeiros (segundos itens dos três capítulos) e, por fim, a análise da Acumulação Financeira, da Política e das Autoridades Monetárias.

As conclusões deste trabalho, resumidamente, encontram-se reunidas no "Finale".

## LEITURA ALTERNATIVA

### PRELÚDIO

16

#### 1 - ENDIVIDAMENTO EXTERNO BRASILEIRO

- I - 1. Endividamento Externo - "Dólares Estéreis"  
(1968-73) 70
- II - 1. Os "Petrodólares" e o Endividamento Externo Brasileiro (1974-78) 107
- III - 1. O Circuito Financeiro Internacional e os Limites do Endividamento Externo Brasileiro (1979-82) 166

#### 2 - HAVERES FINANCEIROS

- I - 2. A Expansão dos Haveres Financeiros (1968-73) 82
- II - 2. A Crise e os Haveres Financeiros (1974-78) 115
- III - 2. Os Haveres Financeiros em meio ao Descompasso da Política Monetário-Financeira (1979-82) 176

#### 3 - ACUMULAÇÃO FINANCEIRA, POLÍTICA E AUTORIDADES MONETÁRIAS

- I - 3. A Acumulação Financeira no "Milagre" (1968-73) 101
- II - 3. Política e Autoridades Monetárias (1974-78) 134
- III - 3. A Ruptura Iminente da Estrutura Monetário-Financeira (1979-82) 191

### FINALE

A Título de Conclusão

213

## PRELÚDIO



## 1 - A INTERNACIONALIZAÇÃO DO CAPITAL PRODUTIVO E A INDUSTRIALIZAÇÃO BRASILEIRA NO PÓS-GUERRA

A reorganização do capitalismo internacional no pós-guerra a partir do poder econômico e da supremacia industrial dos Estados Unidos caracteriza-se pela internacionalização do capital produtivo<sup>(1)</sup>. O movimento internacional do capital produtivo dá-se inicialmente a partir dos Estados Unidos para os demais países capitalistas desenvolvidos; o impacto dos capitais americanos nos países "reconstruídos" pelo Plano Marshal será então amplificado pelo movimento de capitais produtivos dos países "reconstruídos" em direção aos países do chamado Terceiro Mundo. Acirrada a concorrência internacional, os capitais americanos não tardarão em, depois de "reconstruir" os países desenvolvidos, "ajudar" a desenvolver os países para os quais os capitais dos "reconstruídos" se refugiaram.

Para o Brasil, dadas as condições internas representadas pelo grau de mercantilização e de desenvolvimento industrial então alcançado, o movimento internacional de capitais em busca de novos espaços para a acumulação de capitais produtivos será absorvido segundo o "Plano de Metas" que, desenhado nos anos cinquenta, constitui um marco fundamental na industrialização brasileira. O "Plano de Metas" corresponde basicamente à diversificação da estrutura industrial e ao desenvolvimento do Departamento de Bens de

---

(1) HYMER, Stephen - Empresas Multinacionais: A Internacionalização do Capital. Rio de Janeiro, Graal, 1978.

Produção, internacionalizando-o de forma a determinar relativa autonomia à dinâmica da economia brasileira no que se refere ao processo de acumulação capitalista.

Em 1963, em "Quinze Anos de Política Econômica", Carlos Lessa apresentava-nos este período como o da "coroação e sublimação" da industrialização brasileira. Textualmente:

"A conclusão do Plano de Metas, de certa forma, coincide com a finalização do longo processo de diversificação industrial atravessado pela economia brasileira no contexto do modelo de desenvolvimento por substituição de importações. A industrialização induzida pelo estrangulamento externo, que caracteriza o modelo, iniciada na depressão de 1929, teve seu coroamento e sublimação na segunda metade do último decênio. Neste período, sob o esquema do Plano de Metas, foram superadas as anteriores taxas de crescimento da economia. No período 57/61 o PBI cresceu 7,9% a.a. contra 5,2% a.a. no quinquênio precedente. Tal resultado decorreu do esforço concentrado de inversões na montagem de um sistema industrial integrado em termos verticais, onde se fizessem presentes, com peso, setores produtores de bens de capital e de insumos básicos. Se bem que esta estrutura industrial ainda apresente algumas desconexões, o principal foi realizado. Em termos qualitativos, o Brasil abre a década dos 60 com um perfil industrial de economia madura..."<sup>(1)</sup>

---

(1) LESSA, Carlos - Quinze Anos de Política Econômica. São Paulo, Brasiliense, 1983. p.85.

Noutro texto clássico do período (1963), "Auge e Declínio do Processo de Substituição de Importações no Brasil", Maria da Conceição Tavares, utilizando o conceito de indústrias dinâmicas para designar os setores de elevado ritmo de expansão que alteraram a estrutura industrial do País, fornecia, resumidamente, os seguintes dados:

"Em 1949, apenas duas indústrias eram responsáveis, em conjunto, por mais de 50% do valor da produção total das indústrias de transformação: a de alimentos e a têxtil. As demais indústrias tinham, cada uma, participação inferior a 10%, embora a metalúrgica e a química já se distinguíssem como as duas imediatamente seguintes, colocadas, porém, em nível muito inferior em relação àquelas.

"Já em 1958, a participação conjunta daquelas duas indústrias tinha baixado para 36% e em 1961 representava apenas 34% do valor global da produção. De modo geral, verificou-se um aumento considerável no peso relativo das indústrias mecânicas, metalúrgicas, de material elétrico, de material de transporte e química, que por esse motivo passaremos a designar de indústrias dinâmicas. O grupo como um todo aumentou a sua participação de 22% em 1949 para 38% em 1958 e 41% em 1961."<sup>(1)</sup>

---

(1) TAVARES, Maria da Conceição - "Auge e Declínio do Processo de substituição de Importações no Brasil", in Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar, 1976. p.92

Desta forma, através da estruturação de seu Departamento de Bens de Produção, a economia brasileira passa a "andar sobre seus próprios pés", inaugurando um novo padrão de acumulação, em que são gerados internamente ciclos inerentes ao movimento do capital. Em 1974, João Manoel Cardoso de Mello e Conceição Tavares desenvolvem as teses que, utilizando o instrumental analítico da economia moderna de Michal Kalecki para os ciclos econômicos, procuram reinterpretar o processo de industrialização brasileira, incorporando à análise da economia brasileira recente o estudo dos ciclos de acumulação que envolvem momentos de expansão e de depressão econômica.

"A Implantação de um bloco de investimentos altamente complementares, entre 1956 e 1961, correspondeu, ao contrário, a uma verdadeira 'onda de inovações' schumpeteriana: de um lado, a estrutura do sistema produtivo se alterou radicalmente, verificando-se um profundo 'salto tecnológico'; de outro, a capacidade produtiva se ampliou muito à frente da demanda pré-existente. Há, portanto, um novo padrão de acumulação, que demarca uma nova fase, e as características da expansão delineiam um processo de industrialização pesada, porque este tipo de desenvolvimento implicou num crescimento acelerado da capacidade produtiva do setor de bens de produção e do setor de bens duráveis de consumo antes de qualquer expansão previsível de seus mercados.

"Na linguagem do esquema tri-departamental de reprodução, a instalação autônoma (isto é, não induzida pela demanda)

de setores de ponta do departamento de bens de produção (D I) e do setor pesado do departamento de bens de consumo para capitalistas (D III), acompanhada e amparada pelo investimento público (energia, transportes, etc.), gerava demanda dentro da própria fração já existente do departamento de bens de produção, operando mecanismos de reforço e de retro-alimentação à medida em que o processo avançava. As indústrias integrantes do departamento de bens de consumo para assalariados foram levadas literalmente a reboque do crescimento rápido dos departamentos I e III"(1)

"Em suma, a industrialização pesada configura um ciclo de acumulação e, por isto, compreende dois momentos: o de expansão entre 1956 e 1961, e o de depressão, entre 1962 e 1967. A depressão manifesta-se antes por uma queda das taxas de crescimento que por uma deflação generalizada de preços e salários, tanto devido ao caráter oligopolizado dos mercados industriais, com forte preponderância da empresa internacional, quanto por causa do alto peso do investimento público, que asseguram um patamar mínimo de inversões."

"A industrialização chegara ao fim e a auto-determinação do capital estava, doravante, assegurada..."(2)

---

(1) CARDOSO DE MELLO, João Manoel - O Capitalismo Tardio. São Paulo, Brasiliense, 1982. pp.117-118.

(2) CARDOSO DE MELLO, João Manoel - Op.cit., p.122.

"A economia brasileira, depois que seu processo de acumulação passou a estar basicamente determinado endogenamente pela expansão e diversificação do setor industrial, vale dizer, alcançada determinada dimensão dos setores produtores de bens de produção e de consumo durável, está sujeita a ciclos de expansão e a problemas de realização que podem ou não se desenvolver numa crise, como em qualquer economia capitalista."<sup>(1)</sup>

A economia brasileira, que assistiu um ciclo de crescimento acelerado entre 1956 e 1961 seguido de uma queda nas taxas de crescimento entre 1962 e 1967, entra em nova fase de expansão em 1968. Já no final de 1973 a economia apresentaria os primeiros sinais de uma nova crise, crise que se estende aos dias de hoje. Em 1977, quando a desaceleração da economia brasileira já era patente, João Manoel e Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo publicavam suas "Reflexões sobre a Crise Atual".

"O declínio da taxa de acumulação do setor de duráveis começa a arrastar os demais setores, já no final de 1973, num momento em que a capacidade instalada da indústria de bens de produção estava se ampliando em resposta às decisões de investir tomadas durante o auge de 72/73.

E como vimos, o setor produtivo estatal era incapaz de subir sua taxa de acumulação, dados os problemas de financiamento já apontados, de modo a compensar o declínio do investimento privado.

---

(1) TAVARES, Maria da Conceição - Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil. Rio de Janeiro, Tese de Livre Docência - UFRJ, 1974 (mimeo).p.137.

"A recessão só não vem porque, em primeiro lugar, o investimento das grandes empresas não é paralizado, mas apenas diminui seu ritmo, e, em segundo lugar, porque o gasto público se manteve em nível elevado, tudo isso sufragado por uma política monetária permissiva. Em 1975, a crise já é por demais patente, uma vez que o investimento privado sofre corte substancial."<sup>(1)</sup>

Conceição Tavares, em sua Tese para Professor Titular, analisou pormenorizadamente todas as etapas deste novo ciclo que esgota-se pela própria geração de um "potencial produtivo muito superior às possibilidades de realização dinâmica":

"A reversão dos altíssimos níveis de investimento privado já em 1974 deriva-se sobretudo, a nosso ver, de uma queda na taxa de rentabilidade esperada do investimento nos setores de bens de consumo durável e não durável face ao crescimento da capacidade ociosa geral das indústrias têxtil, de material de transporte e elétrico que tinham sobre-investido no auge. Os dados de projetos aprovados pelo CDI demonstram que o auge da demanda de investimento fixo nos setores de bens de consumo se dá em 1973 e que ela reverte a partir daí, com exceção da indústria gráfica. A reversão mais forte é justamente na indústria automobilística e têxtil, antes mesmo que encontrassem em

---

(1) CARDOSO DE MELLO, João Manoel e BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello - "Reflexões sobre a Crise Atual", in BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, Renata - Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 1. São Paulo, Brasiliense, 1982. pp.154-155.

vigor os cortes aos incentivos do CDI (depois de 1975). No entanto mantêm-se até 1975 a demanda de investimentos em projetos já aprovados pelo CDI para as indústrias de insumos básicos e eleva-se fortemente em 1974 e 1975 o valor de novos projetos na indústria de bens de capital.

"Assim a partir de 1974, apesar de os projetos públicos em execução serem capazes de sustentar as taxas de acumulação de setores importantes de bens de produção, não são suficientes sequer para manter o ritmo de crescimento da produção corrente da indústria pesada e, muito menos, da demanda do resto da indústria."<sup>(1)</sup>

Entretanto, enquanto a crise de expansão da economia brasileira de 61-67 deu-se em meio a um período de "boom" da economia internacional, a crise de 1974 dá-se num momento de franca desaceleração de um largo ciclo (Kondratiev) da economia mundial. Belluzzo e Luciano Coutinho, em "O Desenvolvimento do Capitalismo Avançado e a Reorganização da Economia Mundial no Pós-Guerra", apontam o caráter desta crise de esgotamento da economia internacional.

"Estão conjugados nesta crise os esgotamentos de duas dimensões de um ciclo largo de caráter schumpeteriano. Uma diz respeito à perda de dinamismo e à saturação relativa derivadas da exaustão da onda de difusão tecnológica nos setores que lideraram a expansão em todas as economias

---

(1) TAVARES, Maria da Conceição - Ciclo e Crise - O Movimento Recente da Industrialização Brasileira. Rio de Janeiro, Tese para Professor Titular -UFRJ, 1978 (mimeo.). pp.97-98.



capitalistas avançadas. A outra refere-se à forma de internacionalização deste padrão de crescimento, através da grande empresa internacional e das grandes transformações que esta imprimiu à economia mundial no pós-guerra. O rápido e concentrado processo de internacionalização do capital industrial no pós-guerra funcionou como um mecanismo de extensão e aprofundamento de fronteiras de acumulação produtiva, em escala global, dilatando o potencial de crescimento daquele padrão e adiando o seu deadline temporal."<sup>(1)</sup>

Imprevisíveis, portanto, são os caminhos (ou descaminhos) da economia brasileira na crise atual que já registra decréscimos no produto real, num comportamento totalmente inusitado em toda a história econômica brasileira recente.

---

(1) COUTINHO, Luciano G. e BELLUZZO, L.G.M. - "O Desenvolvimento do Capitalismo Avançado e a Reorganização da Economia Mundial no Pós-Guerra". in BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, R. - Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 1. São Paulo, Brasiliense, 1982.p.21.

## 2 - INFLAÇÃO, CORREÇÃO MONETÁRIA E DIVERSIFICAÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA NACIONAL

A inflação brasileira entre 1956 e 1982 apresentou taxas anuais variando de 13,0% a 109,9%. O Quadro e a Gráfico 1 trazem, ano a ano, as taxas de crescimento do PIB e as taxas de inflação anual. É mais que visível a relação inversa entre a inflação e o crescimento econômico: os períodos de relativamente baixa taxa de inflação correspondem aos de elevada expansão econômica enquanto que as altas taxas de inflação acompanham os períodos de desaceleração do crescimento econômico. Em 1979, Adroaldo Mourada Silva constroi, utilizando-se de médias móveis de cinco anos, o gráfico 1 que aqui foi montado de forma menos sofisticada (Gráfico 1)

Reproduzimos abaixo o primeiro parágrafo da "Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas":

"Inflação e rápido crescimento econômico marcam a experiência da economia brasileira no após-guerra. Por certo, estes não são fenômenos independentes. Como indicado na Figura 1, as fases de desaceleração dos ciclos de crescimento da economia brasileira - de 1962 a 1967 e após 1973 - são exatamente momentos onde se materializam fortes pressões inflacionárias."<sup>(1)</sup>

---

(1) MOURA DA SILVA, Adroaldo - Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas. São Paulo, FEA/IPE/USP (mimeo), 1979. p.1.

Quadro 1  
CRESCIMENTO ECONÔMICO E INFLAÇÃO  
 (1956-82)

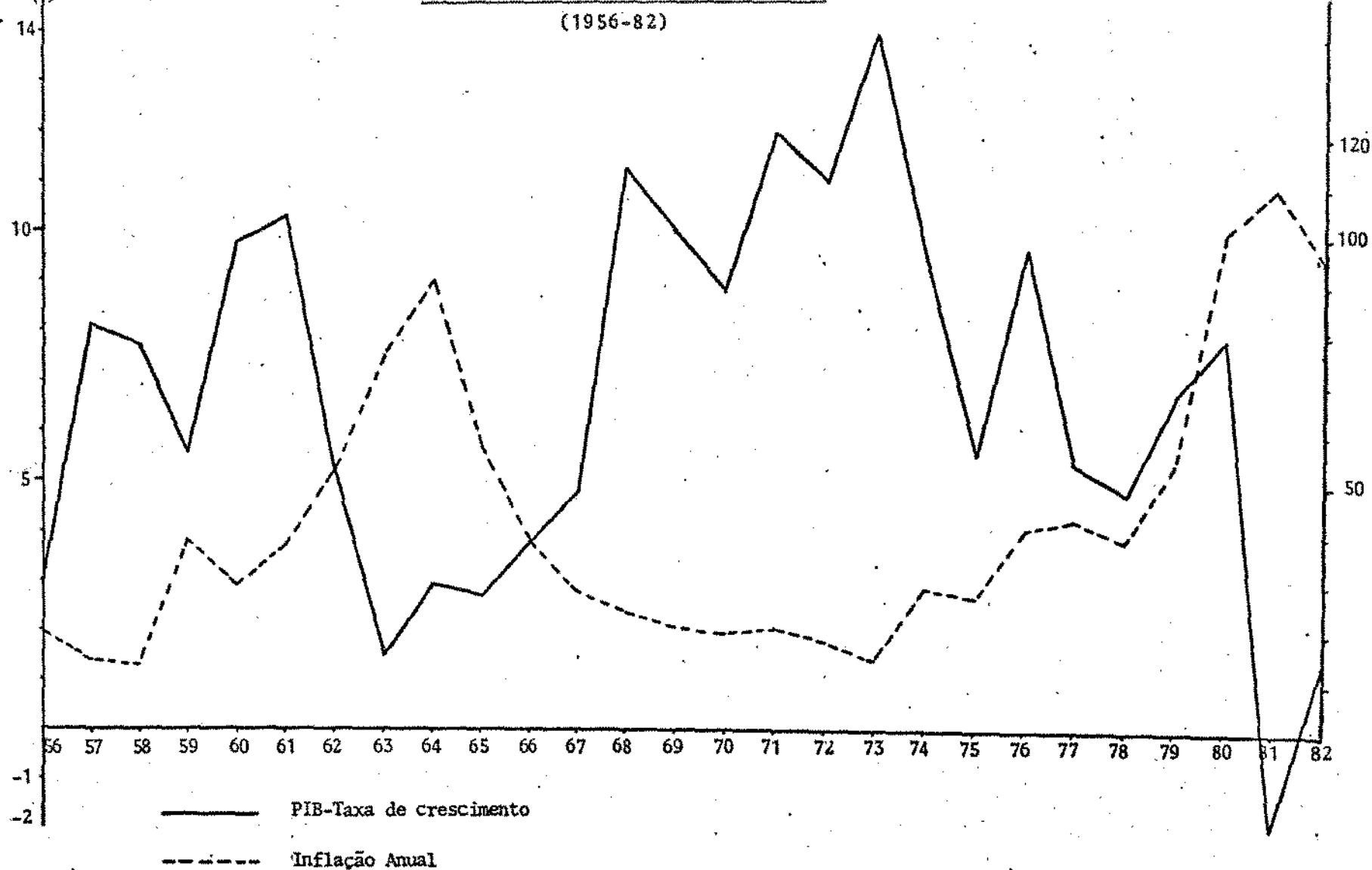
PERÍODO	PRODUTO INTERNO BRUTO		TAXA DE INFLAÇÃO ANUAL (%)
	Preços Correntes (Cr\$ milhões)	Taxa de Crescimen- to (%)	
1956	1133	3,2	19,9
1957	1394	8,1	14,2
1958	1679	7,7	13,0
1959	2304	5,6	37,8
1960	3206	9,7	29,2
1961	4748	10,3	37,1
1962	7777	5,3	51,7
1963	14128	1,5	75,4
1964	27451	2,9	90,5
1965	44073	2,7	56,8
1966	63746	3,8	38,0
1967	86171	4,8	28,2
1968	122431	11,2	24,2
1969	161900	10,0	20,7
1970	210118	8,8	20,0
1971	279515	12,0	20,3
1972	368400	11,1	17,3
1973	508746	14,0	14,9
1974	740504	9,5	28,7
1975	1052062	5,6	27,9
1976	1680233	9,7	41,2
1977	2523101	5,4	42,7
1978	3729798	4,8	38,7
1979	6239402	6,8	53,9
1980	13104285	7,9	100,2
1981	26832943 p	(1,9) p	109,9
1982	53150747 p	1,4 p	95,4

FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA

PIB-Taxa  
de crescimento  
(%)

Gráfico 1  
CRESCIMENTO ECONÔMICO E INFLAÇÃO  
(1956-82)

Inflação  
Anual  
(%)



A versão oficial nos anos sessenta, ingenuamente, responsabilizava (como inacreditavelmente o faz nos nossos dias) as emissões de moeda pela inflação. De acordo com o "Diagnóstico Preliminar sobre a Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais (1947 - março de 1964) do Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social" de maio de 1966.

"Não é necessário grande esforço de raciocínio para ver que a causa do aumento dos preços na história do Brasil no pós-guerra tem sido o aumento da quantidade dos meios de pagamento."<sup>(1)</sup>

Ignácio Rangel, já em 1963 alertava-nos sobre a ilusão monetária por detrás deste raciocínio de pouco esforço (segundo os próprios autores do diagnóstico).

"Descoberta a correlação entre a variação do índice de preços e a do volume do meio circulante, os monetaristas saltaram sem maior exame para o postulado de que era o governo federal o responsável pela inflação, visto como é ele que, emitindo dinheiro, faz variar o volume do meio circulante. O ato de emitir emerge, assim como o 'fiat' genesíaco de todo o processo inflacionário.

---

(1) EPEA - Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social - Diagnóstico Preliminar - Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais (1947 - março de 1964). Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, 1966. p.48.

"Ora, a verdade é que a teoria monetária não nos diz que devamos excluir de plano a possibilidade de que a variação do volume de meio circulante seja um efeito induzido da elevação do índice geral de preços, ao invés de causa dessa elevação."<sup>(1)</sup>

Concretamente, ao nível do financiamento da rápida expansão que alterou a estrutura industrial brasileira (1956-61), a inflação representou um mecanismo de poupança forçada, deixando de ser funcional com a desaceleração econômica pós-61 e o consequente recrudescimento inflacionário. O Estudo da CEPAL de 1971 é bastante claro neste sentido:

"O mecanismo de poupança forçada representado pela inflação só teve certa eficácia, e por períodos mais ou menos breves, nos países em processo de expansão acelerada onde não havia risco de fortes tensões redistributivas como resposta ao desgaste do mecanismo inflacionário de captação. Enquanto se apresentavam essas condições, no período 1957/61, o Brasil talvez tenha oferecido o exemplo mais notável. A inflação se tornou, efetivamente, um instrumento de transferência intersetorial de recursos, subtraindo os excedentes potenciais de todos os agentes e setores econômicos que não tiveram capacidade de reação e de expansão comparável à dos setores mais dinâmicos. A transferência

---

(1) RANGEL, Ignácio - A Inflação Brasileira. São Paulo, Brasiliense, 1978.p.23.

se fazia pela via monetária e graças a modificações bruscas dos preços relativos dos principais bens e serviços, em prejuízo, evidentemente, dos salários, juros, aluguéis e outras formas de rendas contratuais relativamente rígidas." (1)

As reformas do sistema monetário e financeiro que se efetuaram durante o período da crise econômica de 1962-67, por sua vez, vieram para adaptar a estrutura financeira nacional à nova fase industrial inaugurada pela instalação do setor de bens de produção e de bens duráveis de consumo do Plano de Metas. Em 1967, ao discutir o problema do financiamento interno, Conceição reafirmava que,

"... admitindo um potencial de poupanças em expansão, coloca-se, de imediato, o problema de uma adequada estrutura financeira. Esta deveria ser capaz não só de suprir a atividade real como um montante global de poupança efetiva satisfatório, como também de permitir as transferências intersetoriais requeridas pelo processo de desenvolvimento. Para isso ter-se-ia que forjar instrumentos financeiros que possuísem os padrões de liquidez exigidos pela demanda de recursos financeiros por parte das empresas e as garantias de rentabilidade e segurança exigidas para ampliar e diversificar a oferta de poupanças no mer-

---

(1) CEPAL - "O Desenvolvimento Recente do Sistema Financeiro da América Latina" in SERRA, José (Coord.) - América Latina - Ensaio de Interpretação Econômica. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1976. p.129.

cado financeiro, além de criar-se canais institucionais capazes de orientar os fluxos financeiros para os setores que se pretendesse desenvolver ou simplesmente para aqueles em que houvesse oportunidades óbvias de investimento mas escassez de recursos."<sup>(1)</sup>

Dentro da estrutura financeira desenhada pelas reformas monetária e financeira de 1964-66, a grande chave das transformações ficará por conta da correção monetária do dinheiro como um dispositivo automático e legal de reavaliação do cruzeiro com a finalidade de salvaguardar a "função" reserva de valor dos ativos financeiros, num regime cronicamente inflacionário.

Diversificam-se as instituições financeiras e os instrumentos de captação. A SUMOC é transformada em Banco Central e o Banco do Brasil continua a exercer algumas funções de banco central ao lado de sua atuação como banco comercial e de fomento. Reforçam-se as Financeiras para que dêem suporte ao setor de bens duráveis de consumo a criam-se Bancos de Investimento (privados) e, já no final dos anos sessenta, Bancos de Desenvolvimento (estaduais) para que, junto ao Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico - BNDE, financiem os investimentos a longo prazo. Outra grande peça da nova estrutura financeira será o sistema financeiro habitacional centralizado pelo Banco Nacional da Habitação-BNH e composto pelas Caixas Econômicas Estaduais e Federal e pelas So-

---

(1) TAVARES, Maria da Conceição - "Notas sobre o Problema do Financiamento numa Economia em Desenvolvimento - o Caso do Brasil" in Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar, 1976.pp.128-29.



ciedades de Crédito Imobiliário - SCI e Associações de Poupança e Empréstimos - APE.

Quanto aos instrumentos de captação, as Autoridades Monetárias passam a emitir títulos públicos (ORTNe, a partir de 1970, LTN), em grande parte colocados compulsoriamente junto às instituições financeiras públicas e ao sistema bancário. Os bancos comerciais, por sua vez, além dos depósitos a vista, passam a financiar o capital de giro das empresas através de depósitos a prazo com "correção monetária pré-fixada" e repasses externos na forma da Resolução 63.

As Financeiras emitem letras de câmbio e os bancos de investimento, através dos depósitos a prazo (em 1972 os bancos de investimento deixam de emitir letras de câmbio), acabam por financiar o capital de giro das empresas. Em relação aos investimentos de longo prazo, os bancos de investimentos só operarão marginalmente, transformando-se em meros repassadores do BNDE e de recursos externos. Já os bancos de desenvolvimento, cujos depósitos a prazo só passam a ser significativos a partir de 1980, acabaram por operar simplesmente como agências estaduais do banco federal (BNDE) que a partir de 1974 é realimentado com os recursos do PIS/PASEP e, como os bancos comerciais e de investimento, endividam-se no exterior.

Quanto ao sistema financeiro habitacional, as instituições captam depósitos de poupança e as SCI, especificamente, emitem também letras imobiliárias, ambos ativos com correção monetária e ju-

ros. Quanto ao BNH, a principal fonte de recursos, corrigidos monetariamente com juros, provém da constituição em 1967 do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS que aparece como "opção" à estabilidade do trabalhador garantida pela Consolidação das Leis Trabalhistas.<sup>(1)</sup>

---

(1) Além das obras citadas neste item, consultar:

- SOCHACZEWSKI, Antônio Cláudio - Tese de Doutorado (mimeo) - London School of Economics, 1982;
- ZINI JUNIOR, Álvaro Antônio - Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil: Da Reforma de 1964/65 à Crise dos Anos Oitenta. (tese de mestrado-mimeo). Campinas, UNICAMP, 1982;
- NESS Jr., Walter L. - A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977;
- GOMES DE ALMEIDA, Julio Sergio - As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: o Descaminho do Projeto Liberal (tese de mestrado - mimeo). Campinas, UNICAMP, 1980;
- TEIXEIRA, Natermes Guimarães - Os Bancos de Desenvolvimento no Brasil. Rio de Janeiro, ABDE/CEBRAE/BNDE, 1979;
- KANDIR, A. - A Instabilidade do Mercado Habitacional (tese de Mestrado-mimeo). Campinas, UNICAMP, 1983.

### 3 - A CRISE DO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

Na segunda metade dos anos sessenta, enquanto o Brasil reestruturava seu Sistema Monetário-Financeiro, o Sistema Monetário Internacional, em vigor desde o final da Segunda Grande Guerra, atravessa a chamada "Crise do Dólar" que acaba por inaugurar um novo circuito financeiro internacional através do desenvolvimento do mercado de euromoedas.

Se a reorganização do capitalismo internacional no pós-guerra foi marcada pela forte hegemonia norte-americana, sua moeda, o dólar, assumiu o papel de dinheiro universal.

"Depois da Segunda Guerra Mundial, o monopólio do dólar tinha se tornado mais absoluto do que o da libra nos velhos tempos. A influência política dos Estados Unidos era - e é - muito maior."<sup>(1)</sup>

O poder de emitir a moeda universal, que nasce naturalmente e reflete a mencionada hegemonia internacional americana, foi legitimado no acordo de "Bretton Woods" através da amarração do dólar ao valor da mercadoria que historicamente tem desempenhado a função de dinheiro, o ouro.

---

(1) TRIFFIN, Robert - "O Colapso Monetário Internacional e a Reconstrução em Abril de 1972" in SAVAZINI, J.A., MALAN, P.S. e BAER, W. (orgs.) Economia Internacional. São Paulo, Saraiva, 1979. p.457.

Quando, esgotado pelo seu próprio desenvolvimento, entra em crise o padrão tecnológico que sustentou a acumulação capitalista dos países integrados no processo de internacionalização do capital produtivo e desajustam-se as diversas economias nacionais, sobrevem, como um fantasma, a incompatibilidade de uma moeda nacional servir a um sistema internacionalizado.

Os primeiros sinais desta incompatibilidade serão dados pelo abarrotamento de dólares fora das fronteiras americanas nos anos sessenta. Em 1960 elevam-se, "repentina e espetacularmente", os preços do ouro no mercado de Londres. Em 1967, na reunião anual do Fundo Monetário Internacional realizada no Rio de Janeiro, a crise do dólar já encontra-se formalizada e procuram-se novas formas de moeda, com a criação dos Direitos Especiais de Saque-DES.<sup>(1)</sup>

"A crise do dólar, moeda central do sistema, assumiu uma forma aguda de 1968 a 1973, com o debilitamento da hegemonia norte-americana e as premissas de uma crise econômica nos Estados Unidos."<sup>(2)</sup>

A moeda americana, cuja crise se inicia nos anos sessenta, só terá, entretanto, sua conversibilidade em ouro definitivamente suspensa a 15 de agosto de 1971.

---

(1) ver TRIFFIN. Robert - O Sistema Monetário Internacional. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1972.

(2) BRUNHOFF, Suzanne de - "Circulación Financiera Internacional y Crisis Capitalista" in Investigación Económica nº 144, 1978, p.170; ver também, da mesma autora, A Política Monetária. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1978.

"Se os bancos centrais estrangeiros tivessem reagido ao problema do dólar como reagiram ao da libra esterlina em 1931, teria sido em 1960, ou pouco depois, que a conversibilidade do dólar teria de ser suspensa. O dólar sobreviveu mais de dez anos como moeda dominante somente graças à aceitação crescente de sua inconvertibilidade de facto, a qual todos julgavam ser de seu próprio interesse não forçar os Estados Unidos a proclamá-la de jure." (1)

A relutância dos Estados Unidos em perder o poder de emitir a moeda internacional, cria e mantém um impasse monetário que só será decidido com a nova reorganização da divisão internacional do trabalho que necessariamente acompanhará o novo padrão tecnológico que se desenvolve neste último quartel do século. A incompatibilidade entre uma moeda e um sistema internacionalizado (incompatibilidade latente na própria forma moeda) só se "resolve" dentro de uma estrutura de poder internacional. A relutância americana reflete, na ausência de alternativas concretas, a estrutura de poder desenhada no pós-guerra e o impasse reflete a crise desta estrutura nesta fase de revolução tecnológica em que os contornos de uma nova ordem internacional ainda não são visíveis.

O Sistema Monetário Internacional, a partir do final da década dos sessenta, passa pois a viver abertamente este impasse. As economias nacionais, altamente integradas, dependiam da conti-

---

(1) TRIFFIN, Robert - "O Colapso Monetário..." pp. 457-58.

nuidade do comércio internacional e do movimento de capitais que apresentavam um afluxo contínuo de dólares para o sistema financeiro internacional (ver Quadro e Gráfico 2). Qualquer tentativa de restringir este afluxo de dólares desaguaria no tolhimento das demais economias que, desta forma, viam-se obrigadas a absorver a moeda americana.

"... O país mais rico e mais capitalizado do mundo vê seus déficits financiados em um fluxo contínuo pelo sistema bancário de outros países a uma taxa de \$700 milhões de dólares por ano durante mais de 20 anos - de 1950 a 1969, \$8,3 bilhões em 1970 e \$24,8 bilhões em um único ano, em 1971."<sup>(1)</sup>

O afluxo de dólares que elevam assustadoramente as reservas internacionais, agilizam então o mercado de eurodólares que faz circular a moeda americana sob risco de desvalorização, multiplicando o crédito fora do alcance das instituições regulamentadoras.<sup>(2)</sup> Cria-se assim, já no final dos anos sessenta, uma nova fase na internacionalização dos ativos financeiros. (ver Quadro e Gráfico 3).

---

(1) TRIFFIN, R. - "O Colapso Monetário ..." p.459 (os dados só incluem as instituições internacionais e os bancos centrais e governos).

(2) Para um estudo do eurodólar até o final da década dos sessenta consultar os artigos reunidos em PROCHNOW, H.U. (Org.) - O EURODÓLAR. Rio de Janeiro, Arte-Nova, 1972.

Quadro 2  
ESTADOS UNIDOS  
PASSIVOS EXTERNOS/PIB  
(1969-82)

(US\$ bilhões)

PERÍODO	PASSIVOS EXTERNOS (1) (SALDOS-FINAL DE PERÍODO)	PIB (FLUXO ANUAL)	PASSIVOS EXTERNOS/PIB (%)
1969	46	937	5,0
1970	47	958	4,8
1971	68	1069	6,4
1972	83	1175	7,1
1973	92	1310	7,1
1974	119	1414	8,5
1975	127	1532	8,4
1976	151	1698	8,9
1977	192	1895	10,1
1978	244	2134	11,4
1979	268	2375	11,3
1980	295	2586	11,4
1981	345	2905	11,9
1982	420	3026	13,9

FONTE: IFS/FMI

(1) Instituições Internacionais, Bancos Centrais e Governos e demais Instituições Financeiras

Quadro 3  
RESERVAS E MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL  
(1969-82)

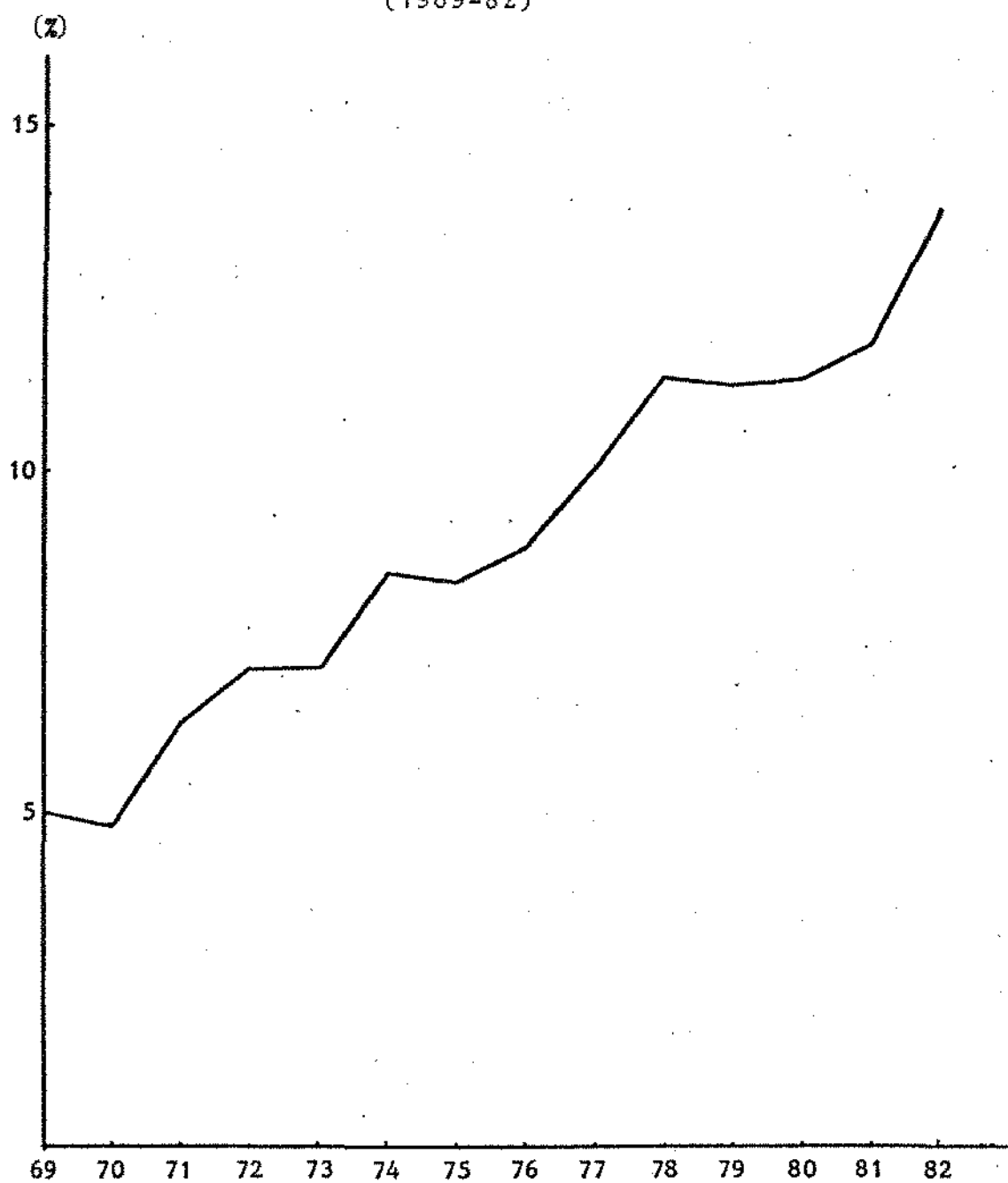
PERÍODO	RESERVAS INTERNACIONAIS (SALDOS-FINAL DE PERÍODO - US\$ BILHÕES)(1)	MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL (FLUXO EM US\$ BILHÕES)(2)
1969	78	...
1970	93	...
1971	131	...
1972	159	...
1973	183	30
1974	221	36
1975	228	41
1976	258	61
1977	318	75
1978	365	104
1979	402	123
1980	457	119
1981	437	186
1982	407	161

FONTE: IFS/FMI e Relatórios Anuais do BACEN

(1) Todos os países

(2) Euromoedas e Bônus

Gráfico 2  
ESTADOS UNIDOS  
PASIVOS EXTERNOS/PIB  
(1969-82)

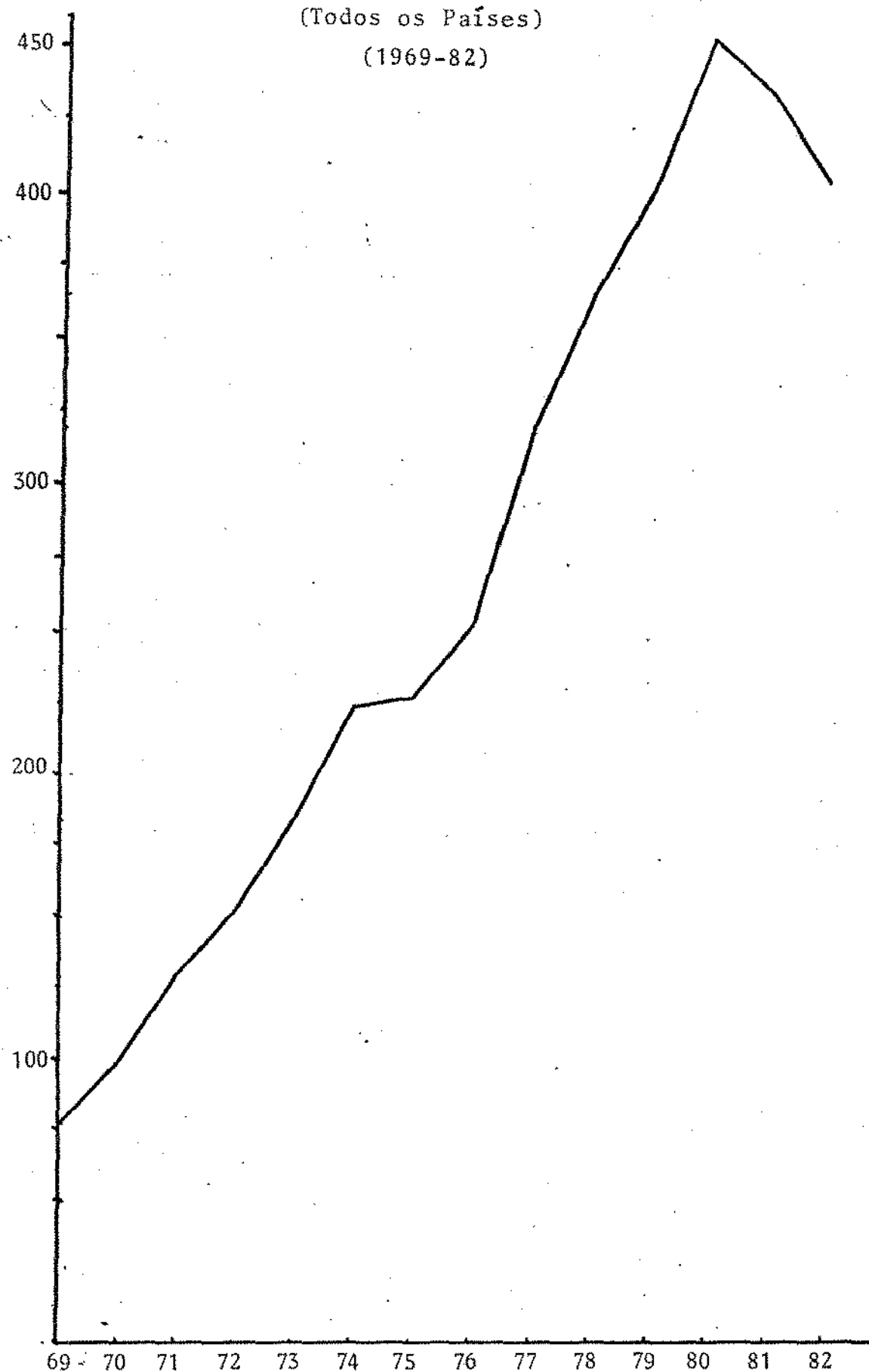


— Pasivos Externos/PIB



Gráfico 3  
RESERVAS INTERNACIONAIS  
(Todos os Países)  
(1969-82)

(US\$ Bilhões)



— Reservas Internacionais (todos os Países)

Ante a crise do dólar, a comunidade internacional, incapaz de encontrar uma alternativa política viável, optou por "resolver" a crise monetária inaugurando esta nova fase de internacionalização do circuito financeiro. A crise do dólar estava então sendo adiada para assumir mais tarde nova forma, isto é, transformar-se, nos anos oitenta, na atual crise financeira internacional.

Com a estabilidade internacional ameaçada, absorver a elevada liquidez internacional tornou-se tarefa premente. Seria necessário fazer rolar os ativos financeiros sob risco do sistema "capotar". Com o desenvolvimento do mercado de eurodólares e de euromonedas de forma geral, a emissão do dinheiro universal deixa concretamente de ser um atributo exclusivo dos Estados Unidos. A emissão do dinheiro universal, até então acentada sobre o poder do país internacionalmente hegemônico, passa a depender também do poder dos bancos centrais dos demais países capitalistas desenvolvidos e do poder "multiplicador" dos bancos internacionais que operam no mercado de euromonedas. Estes últimos, desvinculados de qualquer instituição regulamentadora, têm o seu poder de "multiplicação" subordinado exclusivamente à relação entre o volume de seus empréstimos e o risco perante seu capital, que é a essência e a própria forma de manifestação de seu poder.

Nesse sentido, a relutância americana em perder o poder de emitir a moeda universal, acaba por criar o poder do Sistema Bancário acima de qualquer estado nacional. Os bancos passam então a dividir com o Estado Americano a gerência do Dinheiro Universal.

A partir de 1971, o dólar sofre fortes flutuações no mercado internacional. Medido em relação ao DES, que a partir de 1974 passa a ter seu valor determinado por uma cesta de moedas fortes que inclui o dólar,<sup>(1)</sup> a moeda americana desvaloriza-se acen- tuadamente entre 1971 e 1975, valoriza-se em 1976, volta a desva- lorizar-se entre 1977 e 1979, para valorizar-se abruptamente na Administração Reagan (as variações foram calculadas através das taxas médias - ver Quadro e Gráfico 4).

Com a expansão do euromercado de moedas, abrem-se novos espaços para a acumulação financeira. Quando, após o "choque" de petróleo" de 1973, os chamados petrodólares vêm somar-se ao já congestionado euromercado de divisas, a taxa internacional de ju- ros reais passa a ser negativa (ver Quadro e Gráfico 5), financian- do o próprio déficit dos países importadores de petróleo e dilatan- do de forma geral o espaço para a acumulação financeira internacio- nal. Aliás, a majoração dos preços do petróleo, muito provavelmen- te, só pôde ser mantida, dada a existência do circuito financeiro internacional montado para a rolagem dos dólares no final da déca- da dos sessenta - doutra forma, os petrodólares talvez não fossem absorvidos.

"A complexidade do assunto reside em superar certas in- terpretações convencionais amplamente difundidas. De iní-

---

(1) O peso inicial do dólar na composição do DES, 33%, foi alterado em 1981 para 42% - ver Jaloretto, C. "Organismos Financeiros Internacionais" in BACEN - Informativo Regional - S.P. V18-Nº2. São Paulo, BACEN - fevereiro de 1984.

cio, deve-se evitar a simplificação comum que consiste em considerar este endividamento externo de um ponto de vista mercantil, ou seja, aquela visão que o observa sob as condições de oferta e demanda de um mercado de fundos emprestáveis, movido pela evolução dos balanços de pagamentos. Quando se avança numa direção correta, a dívida externa vai se despojando de uma imagem de financiamento compensatório para mostrar seus nexos com aplicações muitas vezes predominantemente rentistas e especulativas destes capitais em divisas."(1)

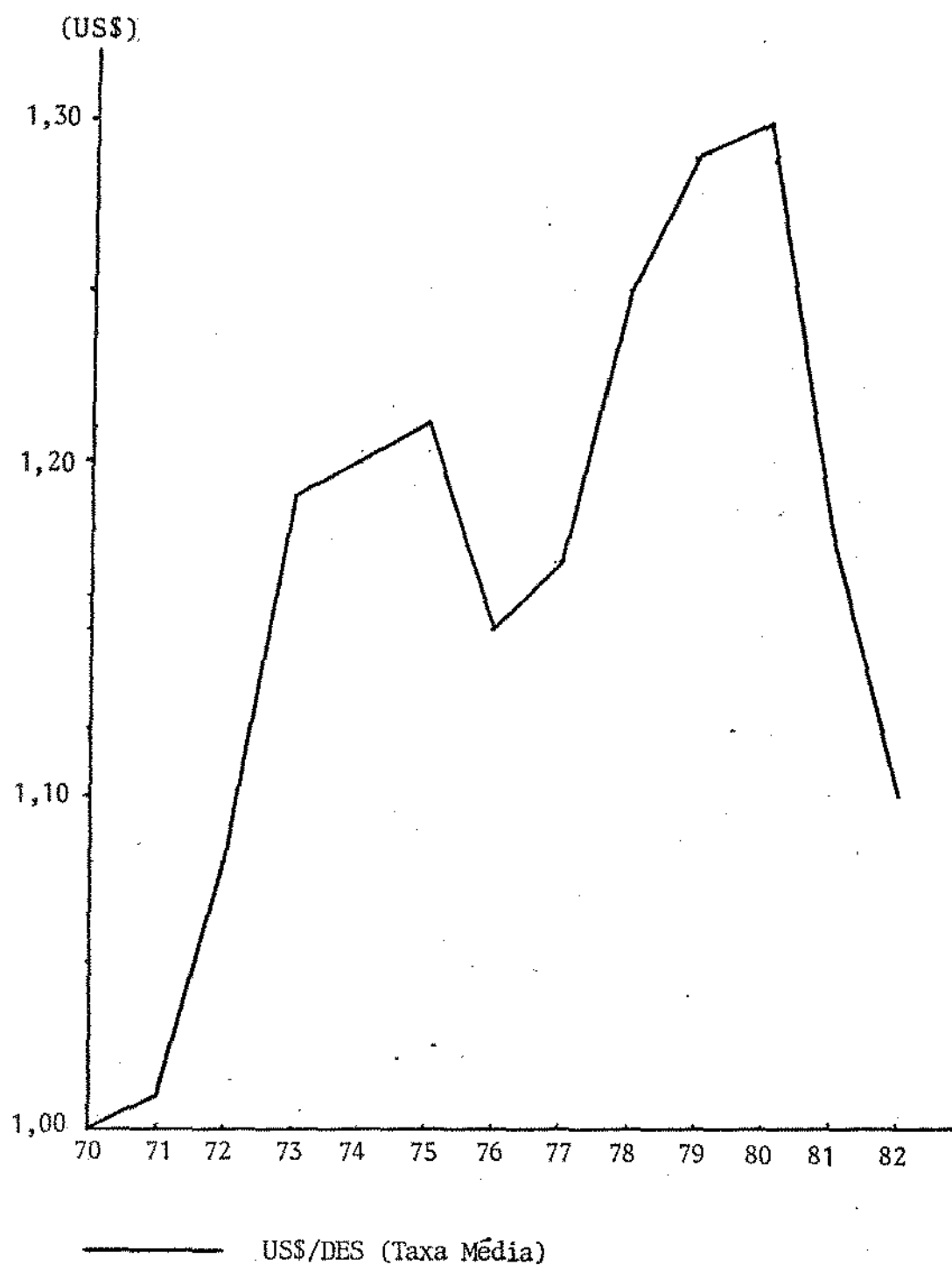
Quadro 4  
US\$/DES  
(1970-82)

PERÍODO	US\$/DES	
	TAXA MÉDIA	VARIAÇÃO (%)
1970	1,00000	-
1971	1,00298	0,3
1972	1,08571	8,2
1973	1,19213	9,8
1974	1,20264	0,9
1975	1,21415	1,0
1976	1,15452	(4,9)
1977	1,16752	1,1
1978	1,25200	7,2
1979	1,29200	3,2
1980	1,30153	0,7
1981	1,17916	(9,4)
1982	1,10401	(6,4)

FONTE: IFS-FMI

(1) ESTÉVEZ, Jaime e LICHTENSZTEJN, Samuel (Orgs.) - "Introducción" in Nueva Fase del Capital Financiero. México, Nueva Imagem, 1981. pp.18-19.

Gráfico 4  
US\$/DES (TAXA MÉDIA)  
(1970-82)



Quadro 5  
TAXA BÁSICA DE JUROS REAIS  
"LIBOR"  
 (1969-82)

(%)

PERÍODO	TAXA DE JUROS - LIBOR (MÉDIA ANUAL) (1)	INFLAÇÃO MÉDIA ANUAL ESTADOS UNIDOS(2)	JUROS REAIS (TAXA BÁSICA) (3)
1969	9,76	5,4	4,1
1970	8,52	5,9	2,5
1971	6,58	4,3	2,2
1972	5,46	3,3	2,1
1973	9,24	6,2	2,9
1974	11,01	11,0	0,0
1975	6,99	9,1	(1,9)
1976	5,58	5,8	(0,2)
1977	6,00	6,5	(0,5)
1978	8,73	7,6	1,1
1979	11,96	11,3	0,6
1980	14,36	13,5	0,8
1981	16,51	10,4	5,5
1982	13,11	6,2	6,5

FONTE: IFS.FMI

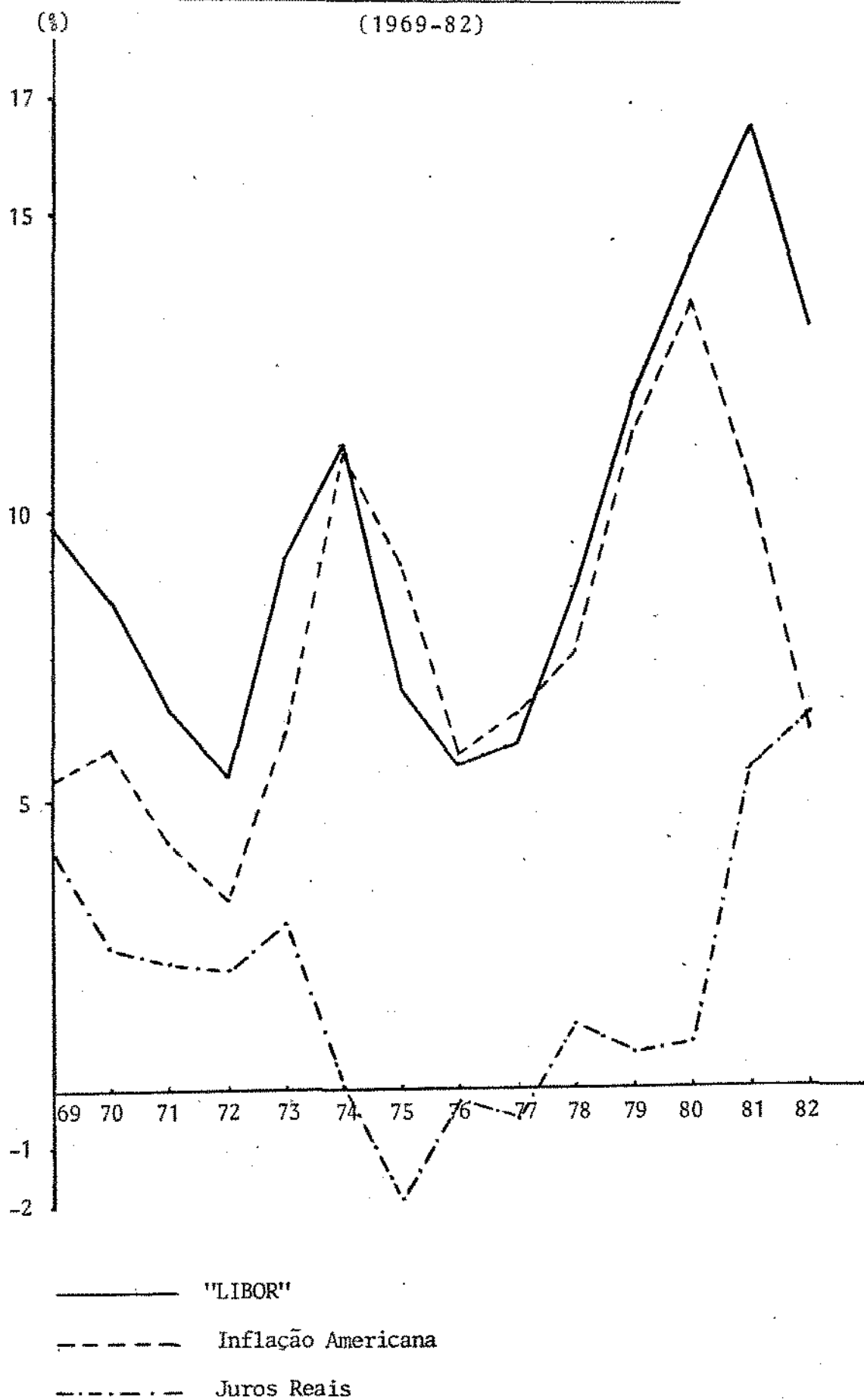
(2) "Consumer Prices"

(3)  $[(100 + (1) / 100 + (2)) - 1] \cdot 100$  - Não está sendo considerada a defasagem entre a média dos prazos de empréstimos e a média anual da Inflação.

Em que momento cada um dos países não pertencentes à OECD vai sendo incorporado ao gigantesco circuito financeiro internacional é questão específica. O Brasil, particularmente, ingressou no mercado de eurodólares por ocasião de seu próprio desenvolvimento no final da década dos sessenta. Como resistir à isca de crédito fácil, prazos dilatados e juros baixos?

Em ritmo de opereta, as autoridades brasileira, ufanistas vangloriavam-se da credibilidade que o País gozava junto à Comunidade Financeira Internacional:

Gráfico 5  
TAXA BÁSICA DE JUROS REAIS-"LIBOR"  
(1969-82)



"... As condições favoráveis vigentes no mercado financeiro internacional com relação ao País, como corolário dos êxitos da política econômica adotada pelo Governo, têm propiciado às Autoridades Monetárias o uso dos instrumentos adequados ao controle do endividamento externo."<sup>(1)</sup>

Entretanto, longe de refletir a credibilidade internacional do País, o endividamento externo brasileiro refletia na verdade a crise monetária internacional e a dilatação geral do crédito que se estendia a todo e qualquer tomador que se apresentasse. John Wells, já em julho de 1973, antes portanto da crise do petróleo, nos advertiria:

"Deve-se pôr em evidência que a relativa facilidade com a qual o Brasil aumentou seu endividamento líquido global em termos de empréstimos em moeda deve-se a dramáticas mudanças ocorridas no tocante à disponibilidade internacional de capitais, mais do que a uma manifestação de apoio internacional à sua política e ao seu desempenho econômicos. Os acontecimentos dos últimos anos, nos mercados de euro-moedas, sugerem um estado de coisas no qual os bancos se viram forçados a buscar novos tomadores de empréstimos e em que o excesso de oferta engendrou sua própria procura. O maior fluxo de créditos externos aos países em desenvolvimento, o alongamento dos seus prazos e o barateamento de suas condições têm constituído um fenô-

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1972. Brasília, BACEN, 1973. p. 172.



meno generalizado, de forma alguma limitado ao Brasil." (1)

Não podemos deixar de salientar que o circuito financeiro internacional inaugurado na segunda metade dos anos sessenta, com os dólares americanos sendo primeiramente absorvidos pelos demais países capitalistas desenvolvidos que, num segundo momento, integram os países do "Terceiro Mundo" através do euromercado de moedas, segue, do ponto de vista geopolítico, os mesmos passos, faz clara analogia, ao movimento da internacionalização do capital produtivo no pós-guerra, descrito no primeiro item desta introdução. Da mesma forma em que, na esteira do "Plano Marshal", os capitais americanos "reconstroem" os países capitalistas desenvolvidos e os capitais dos "reconstruídos", seguidos pelos capitais americanos, passam a "desenvolver" o "Terceiro Mundo", os dólares americanos, fora de suas fronteiras nacionais, amplificam o euromercado de moedas que, por sua vez, acaba inserindo o "Terceiro Mundo" no circuito financeiro internacional que se segue à crise do dólar.

A partir de 1979, com uma política fiscal liberalizante, uma política monetária restritiva, elevação da Dívida Pública e da taxa de juros, os Estados Unidos passam a atrair capitais internacionais que acabam por valorizar o dólar no mercado de moedas.

"Assim, a política econômica praticada na Administração Reagan teve efeitos de desajustes estruturais sobre a

---

(1) WELLS, John - "Euro-Dólares, Dívida Externa e o Milagre Brasileiro" in Estudos Cebrap nº 6. São Paulo, CEBRAP, 1973. pp. 16-17.

economia mundial mais severos que os dois choques de petróleo ocorridos na década de setenta. Os EUA, ao invés de tentar ajustar internamente a sua economia e auxiliar na montagem de um novo sistema monetário internacional, que permitisse a reciclagem multilateral dos déficits e superávits dos principais países, resolveu reinstaurar a hegemonia da sua moeda e do seu poder financeiro à custa do resto do mundo."<sup>(1)</sup>

O endividamento do "Terceiro Mundo", bem como o de países do bloco socialista e das empresas e dos Estados no seio das próprias economias capitalistas desenvolvidas, deu-se a taxas internacionais de juros reais baixas ou mesmo negativas. A Administração Reagan, contrariamente, fortaleceu o dólar mantendo altas as taxas nominais de juros, a despeito da queda na taxa de inflação que acompanhou a redução dos estoques e dos preços das "commodities".

Com as proibitivas taxas reais de juros, os bancos passam a atingir seus limites operacionais de empréstimos aos países e empresas endividados. A instabilidade do Sistema Financeiro Internacional acentua-se no perigo de inadimplências generalizadas, na impossibilidade da manutenção das atuais taxas reais de juros, na elevada dívida pública americana, no crescente déficit comercial que é a contrapartida da valorização do dólar e num possível desmoronamento de toda a política fiscal, monetária e financeira da Administração Reagan.

---

(1) TAVARES, M.C. - "A Crise Financeira Global" in Revista de Economia Política nº 10. São Paulo, Brasiliense, 1983. p.18.

"Na medida em que demorem medidas 'compensatórias' - que já deveriam ter sido tomadas há muito tempo e nem sequer foram aceitas em Toronto, no mês de setembro -, o risco de inadimplência dos principais devedores da América Latina, da Ásia e da Europa periférica aumenta. Infelizmente, para sair da crise conjunta (de devedores e credores) não basta apenas uma política mais liberal do FED ou que os principais bancos centrais aumentem as quotas do FMI. Requer-se fundamentalmente uma solução financeira coordenada, que recomponha a situação ativa e passiva dos principais bancos e das grandes empresas transnacionais, bem como permita o reescalonamento da dívida externa dos países devedores mais vulneráveis. Para isso parece ser indispensável uma reestruturação em profundidade das instituições de financiamento público e privado e das práticas em voga no mundo contemporâneo." (1)

---

(1) TAVARES, M.C. - Op. cit., pp.23-24.

#### 4 - O BRASIL NO CIRCUITO FINANCEIRO INTERNACIONAL

Ironicamente, ao mesmo tempo em que o Brasil, em meados dos anos sessenta, ocupava-se em reestruturar seu sistema monetário-financeiro para adaptá-lo às alterações do sistema produtivo de meados dos anos cinquenta, o sistema monetário internacional, montado na reorganização do pós-guerra, já estava entrando em crise.

A crise monetária internacional estava então, no final dos anos sessenta, sendo "resolvida" com a inauguração de uma nova fase na internacionalização do circuito financeiro. As reformas do sistema monetário e financeiro nacional, seriam então atropeladas pela expansão do capital financeiro internacional. Enquanto o Brasil montava uma estrutura financeira sobre a garantia de juros reais positivos através da correção monetária do cruzeiro, o sistema financeiro internacional incorporava novos espaços para a sua acumulação, através da expansão do crédito e da redução das taxas reais de juros.

A abertura do sistema financeiro nacional para o exterior, através da captação autônoma de recursos externos, constituía um dos objetivos dos formuladores das reformas monetária e financeira de meados dos anos sessenta. Entretanto, o desdobramento da crise do dólar no final da década, acabou constituindo um novo circuito financeiro internacional com uma expansão do crédito não prevista, em proporções até então desconhecidas.

A Lei 4131 que fixa o estatuto básico para os capitais estrangeiros, inclusive empréstimos em moeda, é anterior às reformas (data de 1962). A Instrução 289 (empréstimos externos em moeda entre empresas) vigorou de 1965 até 1972 e as Resoluções 63 e 64 de agosto de 1967 autorizaram os bancos comerciais, de investimento e o BNDE a repassarem empréstimos externos a tomadores nacionais.

Contudo, neste novo circuito financeiro internacional inaugurado no final dos anos sessenta, o envolvimento do Brasil se processa totalmente decolado de suas contas externas em transações correntes, desenvolvendo, de forma anômala, a dívida pública interna e os ativos financeiros não-monetários. É neste sentido que, com o diferencial entre as taxas de juros internacionais e a taxa doméstica garantida pela correção monetária, o circuito financeiro internacional atropela a nova estrutura monetário-financeira nacional durante o "milagre", provocando um movimento de descontraída acumulação do capital financeiro internacional e dos ativos financeiros internos.

Para se comparar as taxas de juros internacional e doméstica para os tomadores nacionais, é necessário contrapor à taxa de juros interna, os custos financeiros com os empréstimos externos. Entretanto, como os custos financeiros externos incluem as variações na taxa de câmbio, seria recomendável estudar antes o comportamento desta.

#### 4.1 - A TAXA DE CÂMBIO E A VARIAÇÃO EFETIVA DO PODER DE COMPRA DO CRUZEIRO

Uma vez minada a paridade das moedas internacionais, o poder de compra do cruzeiro não pode mais ter simplesmente o dólar como referência, visto que o comércio externo brasileiro dá-se em escala mundial. Para efeitos do comércio externo não faz muito sentido medir as desvalorizações do cruzeiro frente ao dólar. Para nossa análise, como aproximação da variação efetiva do poder de compra do cruzeiro, utilizaremos a variação do cruzeiro frente ao DES. Através do Quadro e do Gráfico 6 podemos visualizar melhor as desvalorizações do cruzeiro no comércio internacional.

As desvalorizações do cruzeiro em relação ao DES são significativamente superiores que as medidas em relação ao dólar nos períodos 1971-75 e 1977-79. Em 1976 e na Administração Reagan, ao contrário, assiste-se à valorização do dólar frente às demais moedas fortes.

Para mensurar o real poder de compra do cruzeiro, restaria ainda considerar que o período em análise assiste a uma elevada inflação mundial, superior à inflação americana entre 1971 e 1977. Se somarmos à desvalorização do cruzeiro frente ao DES os efeitos da inflação verificada nos países industrializados (que apresenta melhor correspondência com o DES), teremos uma boa referência que, comparada à taxa anual de inflação doméstica, nos fornece uma aproximação da variação real do poder de compra do cruzeiro no mercado internacional.

Os resultados encontrados, contantes no Quadro 7 e nos Gráficos 7 e 8 são bastante elucidativos: embora com desvalorizações, em relação ao dólar, inferiores à taxa de inflação interna, o cruzeiro, nos anos - setenta efetivamente se desvaloriza em relação ao conjunto de moedas devidamente ponderadas que formam o

Quadro 6  
CR\$/US\$ e CR\$/DES  
TAXA MÉDIA E VARIAÇÃO  
(1969-82)

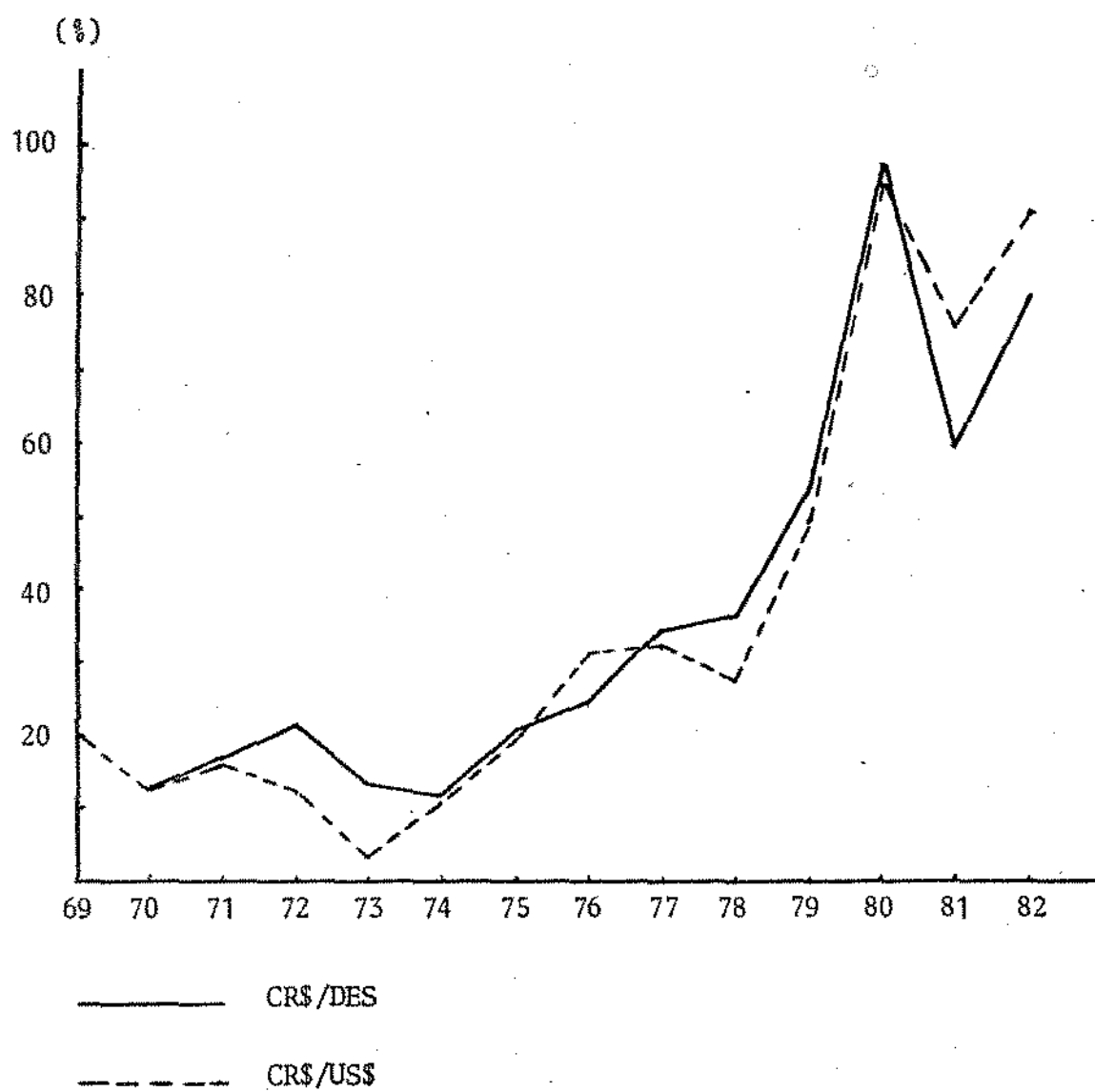
PERÍODO	CR\$/US\$		CR\$/DES	
	TAXA MÉDIA	VARIAÇÃO (%)	TAXA MÉDIA	VARIAÇÃO (%)
1969	4,075	20,0	4,075	20,0
1970	4,594	12,7	4,594	12,7
1971	5,288	15,1	5,303	15,4
1972	5,934	12,2	6,443	21,5
1973	6,126	3,2	7,303	13,4
1974	6,790	10,8	8,166	11,8
1975	8,127	19,7	9,867	20,8
1976	10,673	31,3	12,322	24,9
1977	14,144	32,5	16,513	34,0
1978	18,070	27,8	22,623	37,0
1979	26,945	49,1	34,813	53,9
1980	52,714	95,6	68,609	97,1
1981	93,125	76,7	109,809	60,1
1982	179,514	92,8	198,186	80,5

FONTE: IFS/FMI

DES, considerando-se os efeitos da inflação dos países industrializados. Para o comércio exterior é a paridade com este conjunto de moedas (que inclui o dólar) que é relevante.

Somente em 1976, quando o dólar se valoriza em relação ao DES, cai significativamente o poder de compra do cruzeiro, com uma valorização de 4,2%. As duas outras evidências de valorização, 0,8%

Gráfico 6  
CR\$/US\$ E CR\$/DES-VARIAÇÃO DA TAXA MÉDIA  
(1969-82)





em 1970 e 1,6% em 1974 são irrelevantes se considerarmos a forte desvalorização efetiva do cruzeiro durante toda a década dos setenta.

Quadro 7  
PODER DE COMPRA DO CRUZEIRO  
VARIACÃO REAL DA PARIDADE  
(1969-82)

PERÍODO	CR\$/DES+INFLAÇÃO PAÍSES INDUSTRIALIZADOS			INFLAÇÃO ANUAL BRASIL <sup>(4)</sup>	PODER DE COMPRA DO CRUZEIRO (VARIACÃO DA PARIDADE) <sup>(5)</sup>
	VARIACÃO CR\$/DES <sup>(1)</sup>	TAXA DE INFLAÇÃO ANUAL PAÍSES INDUSTRIALIZADOS <sup>(2)</sup>	TOTAL <sup>(3)</sup>		
1969	20,0	4,7	25,6	20,7	4,1
1970	12,7	5,6	19,0	20,0	(0,8)
1971	15,4	5,2	21,4	20,3	0,9
1972	21,5	4,6	27,1	17,3	8,4
1973	13,4	7,6	22,0	14,9	6,2
1974	11,8	13,3	26,7	28,7	(1,6)
1975	20,8	11,1	34,2	27,9	4,9
1976	24,9	8,3	35,3	41,2	(4,2)
1977	34,0	8,5	45,4	42,7	1,9
1978	37,0	7,2	46,9	38,7	5,9
1979	53,9	9,1	67,9	53,9	9,1
1980	97,1	11,9	120,6	100,2	10,2
1981	60,1	9,9	75,9	109,9	(16,2)
1982	80,5	7,5	94,0	95,4	(0,7)

FONTE: IFS/FMI

(3) CALCULADO (3) =  $[(1 + (1)/100) (1 + (2)/100) - 1] \cdot 100$

(5) CALCULADO (5) =  $[(100 + (3))/(100 + (4)) - 1] \cdot 100$

positivo: desvalorização efetiva do CR\$

negativo: valorização efetiva do CR\$

Conclui-se que as desvalorizações cambiais do cruzeiro em relação ao dólar nos anos setenta, embora inferiores à taxa de inflação doméstica, fortaleceram o Brasil no comércio internacional. A inflação interna foi mais que compensada se somarmos à

Gráfico 7  
VARIAÇÃO CR\$/DES + INFLAÇÃO PAÍSES INDUSTRIALIZADOS E  
INFLAÇÃO BRASILEIRA  
(1969-82)

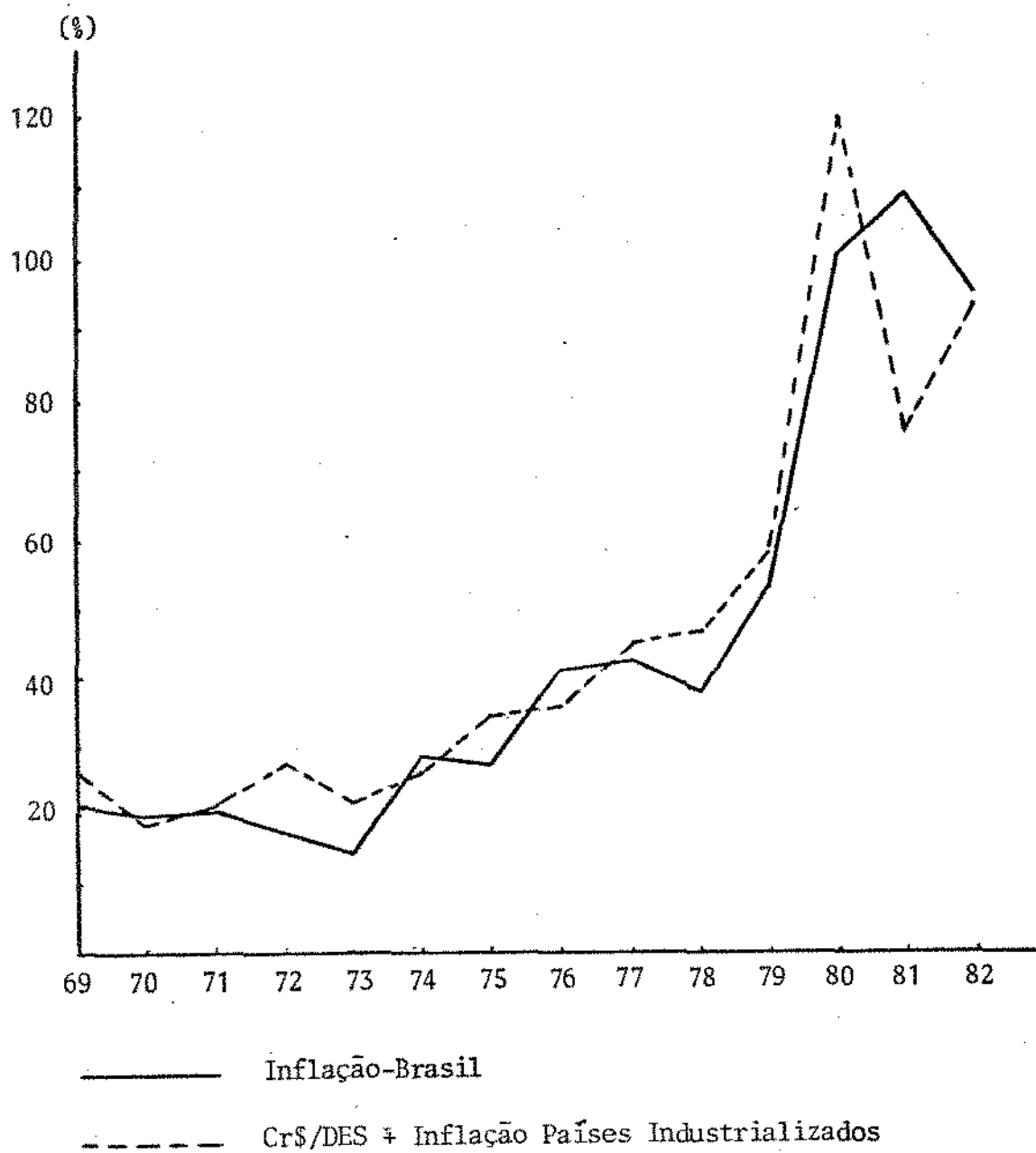
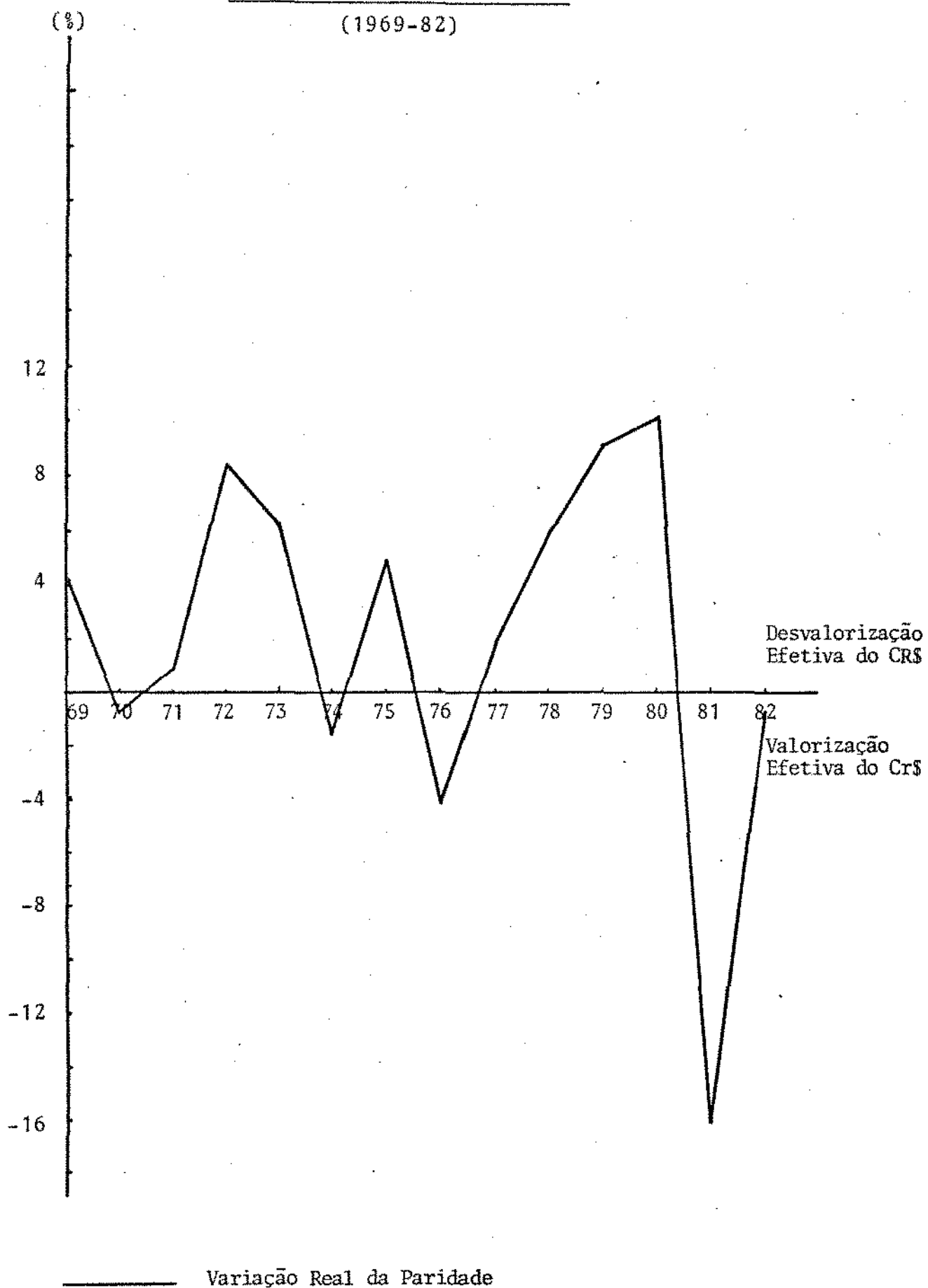


Gráfico 8  
PODER DE COMPRA DO CRUZEIRO  
VARIAÇÃO REAL DA PARIDADE  
(1969-82)



desvalorização do cruzeiro frente o dólar, a "desvalorização automática" do cruzeiro no mercado internacional, fruto da desvalorização do dólar frente ao DES e da inflação internacional medida para os países industrializados.

A administração Reagan inverte o comportamento do dólar de toda uma década. De US\$ 1,00, a cotação estabelecida para o DES em 1971, a taxa média do DES alcança US\$ 1,30 em 1980. Em apenas dois anos (1981-82) a valorização do dólar baixou a taxa média do DES para US\$ 1,10. Além disto, a partir de 1979, e até 1981, a inflação dos países industrializados passa a ser inferior à inflação americana de forma que, para manter o poder de compra do cruzeiro, sua desvalorização em relação ao dólar deve, além de compensar o diferencial da inflação americana e brasileira, eliminar a valorização do dólar frente ao DES e o diferencial entre a inflação americana e a dos países industrializados. Concretamente, apesar da máxi-desvalorização de dezembro de 1979 e da aceleração das mini-desvalorizações, o cruzeiro efetivamente manteve-se valorizado em 1981 e 1982, conforme pode ser visualizado no Quadro 7 e nos Gráficos 7 e 8.<sup>(1)</sup>

---

(1) Com enfoque análogo ver:

- BACHA, E.L.-"O Impacto da Flutuação Cambial sobre os Países Subdesenvolvidos: Experiências Latino-Americanas nos Anos 70" in Pesquisa e Planejamento Econômico vol.10 nº2. Rio de Janeiro, IPEA, 1980.
- BATISTA Jr., P.N. - "Política Cambial Brasileira: A Variação Efetiva da Taxa de Câmbio do Cruzeiro, 1979-82" in Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira. Rio de Janeiro, Paz e Terra. 1983.

A presente análise do poder de compra do cruzeiro visa levantar o problema da paridade entre as moedas, não fazendo alusão ao poder de compra das exportações e ao índice de relação de trocas, que depende da variação dos preços internacionais dos produtos comercializados. O índice de relação de trocas (ver Quadro 8 e Gráfico 9) que é decrescente após o choque de petróleo de 1973, volta a elevar-se em 1976, atingindo em 1977 nível superior ao de 1973. Já em 1978, antes portanto do segundo choque de petróleo, a relação de trocas apresenta-se em franco declínio, atingindo um índice de 54 em 1982, para a base 100 de 1977.

Para finalizar, resta considerar ainda que o País, com o propósito de favorecer o comércio externo brasileiro, optou ainda por conceder subsídios fiscais e creditícios às exportações e, a partir de 1975, penalizou as importações com depósitos compulsórios, restituíveis sem remuneração. A partir de 1978, os subsídios passaram a ser gradativamente eliminados, de acordo com a pressão americana e, em fins de 1979, Delfin Neto suspende tanto os subsídios fiscais como os depósitos sobre importações. Posteriormente, em 1981, os subsídios seriam novamente editados.

Quadro 8  
ÍNDICE DE RELAÇÃO DE TROCAS  
(1969-82)

(Índice 1977=100)

PERÍODO	TOTAL	EXCLUSIVE PETRÓLEO
1969	79	60
1970	90	68
1971	82	65
1972	87	72
1973	95	82
1974	78	78
1975	76	76
1976	85	85
1977	100	100
1978	86	84
1979	79	81
1980	65	78
1981	55	71
1982	54	68

FONTE: Relatórios Anuais -BACEN

Gráfico 9  
ÍNDICE DE RELAÇÃO DE TROCAS-1977=100  
(1969-82)



#### 4.2 - TAXAS DE JUROS INTERNACIONAL E DOMÉSTICA

A taxa de juros dos empréstimos externos para o tomador nacional correspondente à taxa de juros internacional, à correção cambial do cruzeiro em relação à moeda de referência, ao "spread", às comissões e a toda legislação interna, de impostos a retenções parciais. Para efeitos de nossa análise comparativa, simplificada-mente, utilizamos a taxa básica de juros (média anual) no mercado de eurodólares e a variação da taxa média do cruzeiro em relação ao dólar - ver Quadro 9 e Gráfico 10.<sup>(1)</sup>

Em relação à taxa doméstica de juros, inúmeras são as dificuldades de se construir uma série histórica. Em primeiro lugar, são muitos os segmentos do mercado e muitas são as taxas; em segundo, num mesmo espaço de tempo, as taxas de um mesmo segmento variam de acordo com a magnitude da instituição financeira e conforme o cliente tomador; em terceiro lugar, as exigências de reciprocidade não explícitas (saldo médio, etc.), variam no tempo e segundo o cliente; por fim, poucas são as estatísticas levantadas para o período. Para nosso estudo, utilizamo-nos então de um expediente, contruindo um espaço dentro do qual se movimentam as taxas de juros.

---

(1) Para os custos financeiros totais dos empréstimos externos, ver:

-BATISTA Jr., P.N. - "Participação Brasileira no Mercado Financeiro Internacional: Custo e Perfil da Dívida Externa (1968-1979)" in Estudos Especiais IBRE nº 2: Ensaio sobre o Setor Externo da Economia Brasileira. Rio de Janeiro, FGV, 1981.

-BATISTA Jr., P.N. - "O Custo Financeiro Efetivo da Dívida Externa" in Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.

Como piso mínimo, consideramos a remuneração das ORTN que são reajustadas com correção monetária e rendem juros de 5% a.a. (1969-71) e 8% a.a. (1972-82), Como limite máximo, utilizamos a taxa de juros das Financeiras para o mutuário (crédito ao consumidor). O resultado pode ser visualizado no Quadro 9 e no Gráfico 10, onde introduzimos ainda a taxa da inflação anual brasileira.

Quadro 9

DESPESAS FINANCEIRAS COM EMPRÉSTIMOS EXTERNOS E TAXAS DOMÉSTICAS DE JUROS  
(1969-82)

(%a.a.)

PERÍODO	DESPESAS FINANCEIRAS C/EMPRS. EXTERNOS			TAXAS DOMÉSTICAS DE JUROS		
	CC(Cr\$/US\$) (1)	LIBOR(MÉDIA ANUAL) (2)	TOTAL (3)	CORREÇÃO MONETÁRIA-VARIAÇÃO ANUAL (4)	ORTN (CM+JUROS) (5)	FINANCEIRAS CRÉDITO AO CONSUMIDOR (6)
1969	20,0	9,76	31,7	21,4	27,5	53,2
1970	12,7	8,52	22,3	19,1	25,1	54,5
1971	15,1	6,58	22,7	21,3	27,4	53,6
1972	12,2	5,46	18,3	18,6	28,1	49,0
1973	3,2	9,24	12,7	14,0	23,1	44,6
1974	10,8	11,01	23,0	23,7	33,6	47,6
1975	19,7	6,99	28,1	28,1	38,3	44,4
1976	31,3	5,58	38,6	31,4	41,9	54,3
1977	32,5	6,00	40,5	33,1	43,7	76,3
1978	27,8	8,73	39,0	33,6	44,3	76,5
1979	49,1	11,96	66,9	42,6	54,0	79,5
1980	95,6	14,36	123,7	49,3	61,2	92,9
1981	76,8	16,51	106,0	77,7	91,9	176,3
1982	92,8	13,11	118,1	97,0	112,8	...

(1) Variação da taxa média

(3) Calculado:  $[(1+(1)/100) (1+(2)/100)-1] \cdot 100$

(4) Variação anual da CM média; a CM média foi calculada utilizando-se os valores do início e do final de cada período.

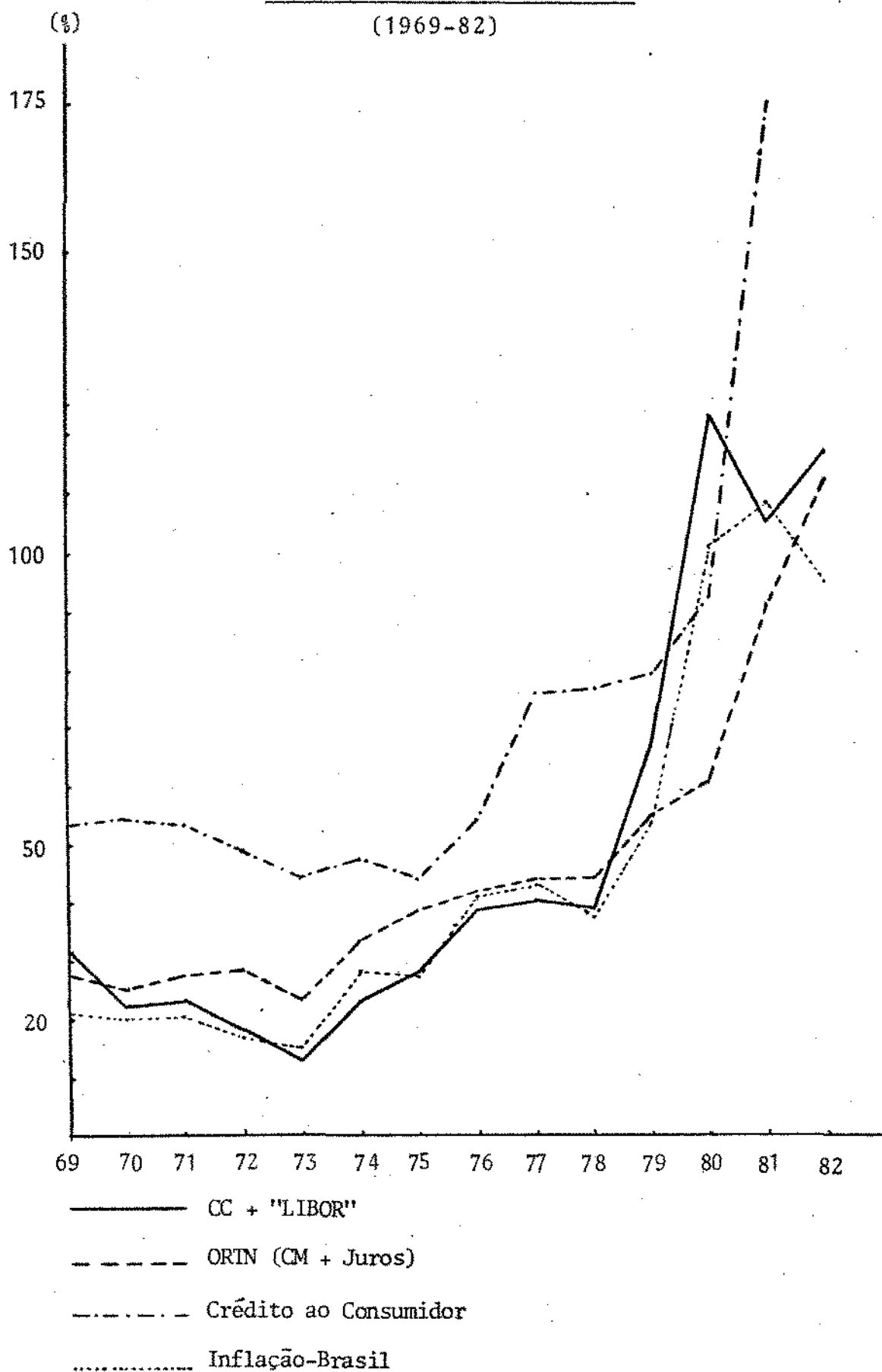
(5) Variação anual da CM média + juros (69-71=5%;72-82=8%)

(6) Custo do dinheiro para o mutuário - 360 dias

1969-75 Taxa mensal de dezembro anualizada; 1976-81 Taxa mensal média anualizada.



Gráfico 10  
DESPESAS FINANCEIRAS COM EMPRÉSTIMOS EXTERNOS E  
TAXAS DOMÉSTICAS DE JUROS  
 (1969-82)



Até 1975, a correção monetária acompanha a inflação, garantindo remuneração positiva aos títulos com cláusula de correção monetária e, por extensão, aos demais ativos financeiros internos. A primeira alteração na atualização oficial do valor do cruzeiro foi realizada por Mário Henrique Simonsen em 1976: 20% da correção foram limitados a um reajuste máximo de 15% a.a. o que, dada a alta sistemática dos preços, desvinculou a correção monetária da inflação. A remuneração das ORTN, considerando-se a correção monetária e os juros de 8% a.a., entre 1976 e 1978, mantém-se então próxima à taxa de inflação. Entretanto, ao mesmo tempo em que restringia a correção monetária, Simonsen, em setembro de 1976 (Resolução nº 389), libera as taxas de juros do mercado, para um ajuste monetário do balanço de pagamentos. A taxa média ao ano para crédito ao consumidor, nosso limite superior, passa então de 44,4% em 1975 para 54,3% em 1976 e 76,3% em 1977.

Por outro lado, a taxa de juros reais internacional mantém-se baixa até 1973, sendo negativa entre 1974 e 1977, conforme vimos no terceiro item desta introdução (Quadro e Gráfico 5). As desvalorizações cambiais do cruzeiro em relação ao dólar, por sua vez, processavam-se levando em consideração a desvalorização do dólar frente as demais moedas fortes e a elevada inflação internacional. O diferencial entre as despesas financeiras com os empréstimos externos e as taxas domésticas de juros é significativo para todo o período até 1978. Os custos dos empréstimos externos para o tomador nacional até 1978, são inferiores mesmo à remuneração das ORTN, que consideramos nosso piso mínimo. Para este período,

se o nível internacional tornara-se premente ampliar o espaço econômico para a acumulação do capital financeiro internacional, a nível doméstico, a entrada autônoma de capital externo de empréstimo estava sendo garantida pelo diferencial entre a baixa taxa de juros no exterior e os juros reais aplicados aos ativos financeiros e aos empréstimos internos.

Na Administração Reagan, o mercado financeiro internacional passa a assistir à elevação das taxas de juros reais sem precedentes históricos, o dólar valoriza-se no mercado internacional e as relações de troca para o Brasil evoluem de forma extremamente negativa. Aceleraram-se as desvalorizações cambiais do cruzeiro em relação ao dólar e, por fim, em dezembro de 1979, Delfim recorreu a uma maxi-desvalorização do cruzeiro. Paralelamente, em janeiro de 1980, a correção monetária é pré-fixada, tornando o índice um mero coeficiente de reavaliação arbitrário. A correção cambial do cruzeiro também é pré-fixada, mas continua pairando no ar o risco de uma nova maxi-desvalorização (que se efetiva nos primeiros meses do exercício seguinte ao nosso período de análise).

Os custos financeiros para os tomadores de empréstimos externos passam a ser superiores à remuneração das ORTN com correção monetária. Contudo, quando a variação da correção cambial acelerou-se, os ativos financeiros internos já se encontram em grande parte "dolarizados", como reflexo direto das ORTN com opção por correção cambial. As taxas de juros internas, passam então a incorporar as altas taxas reais de juros internacionais, as desvalorizações cambiais e a iminência de uma crise cambial brasileira.

Para uma inflação média anual de 109,9% em 1981, o custo do dinheiro para o mutuário (crédito ao consumidor) atinge 176,3% a.a. (ver Quadro 9 e Gráfico 10).

I - ALLEGRO VIVACE

O "MILAGRE" E A ACUMULAÇÃO FINANCEIRA (1968-73)

# 1 - ENDIVIDAMENTO EXTERNO - "DOLÁRES ESTÉREIS" (1968-73)

A participação do Brasil no Circuito Financeiro Internacional pós-crise do dólar correspondeu concretamente a uma opção meramente creditícia. Em todo o período do "milagre", o Brasil simplesmente absorveu parte da liquidez internacional repassando-a novamente ao mesmo mercado financeiro internacional. Transformou-se liquidez do sistema financeiro internacional em liquidez internacional das Autoridades Monetárias Brasileiras, num processo totalmente estéril que, a nível internacional, significou arcar com o diferencial de juros entre os empréstimos tomados e as aplicações realizadas no próprio mercado financeiro internacional.<sup>(1)</sup>

A dívida externa bruta de médio e longo prazos, que durante a década dos sessenta, até 1968, manteve-se na casa dos US\$ 3 bilhões, atingiu US\$ 12,6 bilhões em 1973 (ver Quadro 10). Entre o início de 1968 e o final de 1973 a dívida externa cresce US\$ 9,3 bilhões sendo que a parte significativa deste crescimento (US\$ 7,3 bilhões) deve-se ao ingresso líquido (ingressos menos amortizações) de empréstimos em moeda que de 20% passam a representar 64% do endividamento total (ver Quadro 10). Os US\$ 2,0 bilhões restantes foram captados na forma de financiamento de importações.

---

(1) consultar: CRUZ, Paulo Davidoff - Dívida Externa, Política Econômica e Padrões de Financiamento: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta. (tese de doutorado - mimeo). Campinas, UNICAMP, 1984.

São estes crescentes empréstimos autônomos em moeda, não vinculados às importações nem ao fechamento do Balanço de Pagamentos, que explicam o crescimento da dívida externa e que portanto nos interessam particularmente. Enquanto os empréstimos em moeda cresceram US\$ 7,3 bilhões, as reservas internacionais no mesmo período aumentaram em US\$ 6,2 bilhões e o Brasil recolheu US\$ 0,6 bilhões para a cobertura dos juros relativos aos empréstimos em moeda (Quadro 11). Ou seja, 93% dos US\$ 7,3 bilhões captados, foram transformados em reservas e utilizados para o serviço dos próprios empréstimos em moeda. Para 1972 e 1973 este percentual é superior a 100%, significando que foram ainda canalizadas para as reservas outras formas de financiamento.

Com estes dados em mãos, torna-se difícil aceitar que a opção pelo endividamento externo no período do "milagre" tenha contribuído para a aceleração do crescimento econômico na forma de "poupança externa". A despeito da liberalidade com que as importações eram então realizadas, os empréstimos externos em moeda não foram utilizados para nenhuma operação corrente, comercial ou de serviços. Todo e qualquer "hiato de recursos" foi diretamente compensado pelo ingresso de capital de risco ou pelo financiamento comercial das importações.

Quando, em fins de 1968, as reservas internacionais do Brasil representavam 14% das importações anuais, as Autoridades Econômicas posicionavam-se claramente contra a acumulação de reservas cambiais, "disponibilidades improdutivas" que não se

Quadro 10  
DÍVIDA EXTERNA<sup>(1)</sup>  
(1967/73)

(Saldo-US\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	EMPRESTIMOS EM MOEDA (2)	FINANCIAMENTOS E OUTROS EMPRÉSTIMOS			TOTAL (4)	(2)/(4) (%)
		Financiamento de Importações	Outros <sup>(3)</sup>	Total		
1967	671	...	...	2 610	3 281	20
1968	1 083	...	...	2 697	3 780	29
1969	1 605	1 355	1 443	2 798	4 403	36
1970	2 285	1 709	1 301	3 010	5 295	43
1971	3 193	2 202	1 227	3 429	6 622	48
1972	5 588	2 784	1 149	3 933	9 521	59
1973	7 991	3 487	1 094	4 581	12 572	64

FONTE: Boletim BACEN

(1) Dívida Bruta - Médio e Longo prazos

(2) Inclusive Bônus

(3) USAID, Compensatórios e Outros Empréstimos

Quadro 11  
EMPRESTIMOS EM MOEDA, RESERVAS INTERNACIONAIS  
E JUROS LÍQUIDOS DOS EMPRÉSTIMOS EM MOEDA  
(1968/73 - FLUXOS)

(Fluxos líquidos-US\$ milhões)

PERÍODO	EMPRESTIMOS EM MOEDA (1)	RESERVAS E JUROS			(3)/(1) (%)
		Reservas Internacionais	Juros Líqui- dos (2)	TOTAL (3)	
1968	412	59	28	87	21
1969	522	399	44	443	85
1970	680	531	62	593	87
1971	908	536	115	651	72
1972	2 395	2 460	132	2 592	108
1973	2 403	2 233	191	2 424	101
1968-73	7 320	6 218	572	6 790	93

FONTE: Boletim BACEN

(2) Despesas com juros ponderada pela participação dos empréstimos em moeda no exercício (média do início e final do período) menos receita total com juros.



justificam para países em desenvolvimento.

"A política do Governo em relação às reservas internacionais está perfeitamente compatibilizada com as diretrizes da política de desenvolvimento. A orientação de proporcionar recursos para os investimentos com importações não cobertas por financiamentos do exterior, envolve a opção calculada de não acumular reservas cambiais além de um nível que assegure tranquilidade operacional, opção inteiramente válida para os países em desenvolvimento, que, ao invés de retardarem o processo de crescimento com o acúmulo de disponibilidades improdutivas, devem alimentá-lo com a utilização das margens excedentes dessas disponibilidades."(1)

Já em 1971, quando as reservas cambiais atingiam 53% das importações anuais do Brasil, o discurso oficial, sofrendo uma guinada de 180º, enfatizaria a necessidade de um elevado nível de reservas para o processo de desenvolvimento econômico.

"Em termos de liquidez internacional (reservas 'spot'), a posição apresentou melhoria acentuada, ao passar de US\$ 1 187 milhões, em 1970, para US\$ 1 723 milhões em 1971, representando acréscimo de 45% sobre 1970 e 163% sobre

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1968. Brasília, BACEN, 1969. p. 124.

1969. Esse nível de reservas mostra-se adequado a satisfazer compromissos em valor equivalente a seis meses de importações, o que assegura ao País regularidade quanto ao suprimento de bens e serviços do exterior necessários à continuidade do processo de desenvolvimento econômico."<sup>(1)</sup>

O Relatório Anual do Banco Central do Brasil de 1973, curiosamente, após a teorização sobre um possível "hiato de recursos", conclui, categoricamente, de acordo com os dados publicados, que o crescimento da dívida externa esteve fortemente associado ao aumento das reservas internacionais.

"Os dados estatísticos disponíveis permitem que se conclua sobre a existência de forte associação entre o crescimento da dívida e o aumento das reservas internacionais do País."<sup>(2)</sup>

Em fins de 1973, as reservas cambiais alcançariam US\$ 6,4 bilhões, mesmo com as limitações para a tomada de recursos externos impostas pela fixação de um depósito compulsório equivalente a 25% do contravalor em cruzeiros, dos empréstimos externos em moeda (Resolução nº 236 de 19.09.72, revogada pela Resolução nº 259 em 12.06.73), percentual ampliado para 40% em 31.08.73 (Resolução nº 265 revogada pela Resolução nº 279 de 07.02.74). Tais depósitos, garantidos somente com a correção

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1971. Brasília, BACEN, 1972. pp. 135-36.

(2) BACEN - Relatório Anual 1973. Brasília, BACEN, 1974. p. 235.

cambial, representavam concretamente uma elevação dos custos financeiros dos empréstimos externos em moeda.

Enquanto o próprio FMI recomendava reservas equivalentes a 25% das importações anuais (três meses), o Brasil, que já em 1969 possuía reservas que correspondiam a 33% das importações anuais, acabaria por acumular reservas que em 1973 representavam 104% das importações (ver Quadro 12). Qualquer teorização sobre um possível "componente financeiro" nas reservas, relacionado ao volume da dívida, equivaleria, para este período, a explicar as reservas pela dívida e a dívida pelas reservas.

Afirmamos, no início deste item, que o endividamento externo do Brasil aparece concretamente como uma opção meramente creditícia. A nível internacional contava-se com o excesso de liquidez que se traduzia em crédito fácil, a prazos dilatórios, e baixas taxas reais de juros. A nível interno, montara-se uma estrutura rígida que remunerava os ativos financeiros com taxas de juros positivas através do mecanismo da correção monetária. Para os tomadores de empréstimos, a opção pelo endividamento externo seria então preferível à tomada de recursos no mercado doméstico. O efeito combinado da abertura do Sistema Financeiro Nacional ao exterior com o diferencial entre as taxas de juros internacional e doméstica, foi celebrado, na época, com a miopia oficial característica.

Segundo o Relatório Anual do Banco Central do Brasil de 1973, deveriam ser consideradas "... as perspectivas de le-

vantamento de empréstimos em condições mais vantajosas do que as proporcionadas pelas fontes internas de crédito, que através deles (empréstimos externos), se abrem às empresas públicas e privadas do País."<sup>(1)</sup>

### Quadro 12

#### RESERVAS INTERNACIONAIS/IMPORTAÇÕES

(1968-73)

(US\$ milhões)

PERÍODO	IMPORTAÇÕES ANUAIS (FOB-FLUXOS) (1)	RESERVAS INTERNACIONAIS (SALDOS) (2)	(2)/(1) (%)
1968	1 855	257	14
1969	1 993	656	33
1970	2 507	1 187	47
1971	3 247	1 723	53
1972	4 232	4 183	99
1973	6 192	6 416	104

FONTE: Boletim BACEN

(2) Saldos em final de período.

Entretanto, como os empréstimos externos em moeda eram basicamente convertidos em reservas internacionais, tal opção creditícia, necessariamente, estaria sendo bancada pelas Autoridades Monetárias Brasileiras. A expansão dos empréstimos com recursos financeiros externos, que acabavam por acumular-se em reservas cambiais do Banco Central do Brasil, teria então, como contrapartida, a expansão da Dívida Mobiliária Interna Federal. Conforme os Relatórios Anuais do Banco Central do Brasil:

(1) BACEN - Relatório Anual 1973. Brasília, BACEN, 1974. pp. 234-35.

"O aumento líquido de reservas internacionais em 1971 (exclusive Direitos Especiais de Saque), da ordem de US\$ 593 milhões, teve seu impacto expansionista atenuado pela colocação de elevado volume de títulos federais junto ao público."<sup>(1)</sup>

"... As operações com títulos públicos federais implicaram em uma retirada de recursos da ordem de Cr\$ 7 199 milhões, caracterizando uma absorção bem mais elevada do que a de Cr\$ 1 757 milhões observada no ano anterior. Isto se explica pela maior necessidade de neutralizar os excessos de liquidez provocados pelas demais operações das Autoridades Monetárias, principalmente a grande expansão dos recursos monetários originada do acentuado crescimento do fluxo de capitais externos ocorrido em 1972."<sup>(2)</sup>

"No decorrer do ano (1973), principalmente nos três primeiros trimestres, as operações no mercado aberto contribuíram de forma marcante para atenuar os efeitos expansionistas provocados pelo superavit do balanço de pagamentos, tendo exercido impacto de contração, sobre a base monetária, da ordem de Cr\$ 6 439,8 milhões durante os primeiros oito meses do ano."<sup>(3)</sup>

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1971. Brasília, BACEN, 1972. p. 40.

(2) BACEN - Relatório Anual 1972. Brasília, BACEN, 1973. pp. 131-32.

(3) BACEN - Relatório Anual 1973. Brasília, BACEN, 1974. p. 96.

Os empréstimos externos em moeda não foram utilizados em operações correntes, acumulando-se em reservas nas Autoridades Monetárias que em contrapartida cobriam seu ativo em reservas cambiais com recursos captados na forma de títulos públicos federais. Hipoteticamente, estes mesmos recursos, se não desenvolvidos em contrapartida às reservas, poderiam ser utilizados, direta ou indiretamente, em substituição aos empréstimos externos em moeda (diretamente pelas Autoridades Monetárias ou, indiretamente, através de repasses para outras instituições financeiras). Era o que, em sua pesquisa publicada em 1974, já nos advertia José Eduardo de Carvalho Pereira.

"... Neste sentido, lastreada pela captação de empréstimos externos, o que vem ocorrendo na realidade é uma operação de transferência interna de fundos, entre os tomadores nacionais de Letras do Tesouro e os devedores por empréstimos externos, intermediada pelas Autoridades Monetárias."<sup>(1)</sup>

Entretanto a taxa de juros internacional apresentava um custo relativamente inferior à taxa de juros doméstica - e aqui reside o que chamamos de "opção creditícia míope" do endividamento externo. As empresas tomadoras de recursos externos pela Lei nº 4.131 ou via repasses da Resolução 63, puderam valer-se dos baixos juros internacionais frente aos juros domésticos sedimentados na correção monetária do cruzeiro. Com um agravante:

---

(1) PEREIRA, J. E. de Carvalho - Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/73. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, Rel. Pesquisa nº 27, 1974. p. 197.

o diferencial dos juros, dada a acumulação de reservas nas Autoridades Monetárias, estava sendo financiado pelas Autoridades Monetárias, na medida em que as aplicações em reservas internacionais eram contabilmente reajustadas segundo a correção cambial e os recursos captados pelas AM eram reajustados segundo a correção monetária pós-fixada, no caso das ORTN e estimada através da taxa de desconto, no caso das LTN.

O período do "milagre", com suas altas taxas de crescimento econômico, assistiu ao crescimento da dívida externa brasileira em moeda de 2% do PIB de 1967 para 10% do PIB em 1973. A dívida externa em moeda corresponde à participação do Brasil no Circuito Financeiro Internacional inaugurado pela crise do dólar. Absorve-se e remunera-se o capital financeiro internacional, "estéril" do ponto de vista das transações correntes, para tornar a transferi-lo, na forma de reservas internacionais brasileiras, para o próprio circuito internacional (ver Quadro 13 e Gráfico 11).

A nível internacional, isto evidentemente significava perdas em dólares pelo diferencial na remuneração dos empréstimos e das aplicações brasileiras no mercado financeiro internacional, sendo que somente parte destas eram remuneradas. A nível interno, dada a acumulação de reservas nas Autoridades Monetárias, estas tomavam recursos (Dívida Pública Federal) que eram remunerados a taxas significativamente superiores à remuneração das reservas e à correção cambial do cruzeiro.

## Quadro 13

EMPRÉSTIMOS EXTERNOS EM MOEDA/PIB <sup>(1)</sup>

(1967-73)

PERÍODO	EMPRÉSTIMOS EM MOE DA (1) (SALDOS - CR\$ MILHÕES)	EMPRÉSTIMOS EM MOEDA/PIB (2) (%)
1967	1 822	2,1
1968	4 148	3,4
1969	6 982	4,3
1970	11 311	5,4
1971	17 993	6,5
1972	34 729	9,4
1973	49 704	9,8

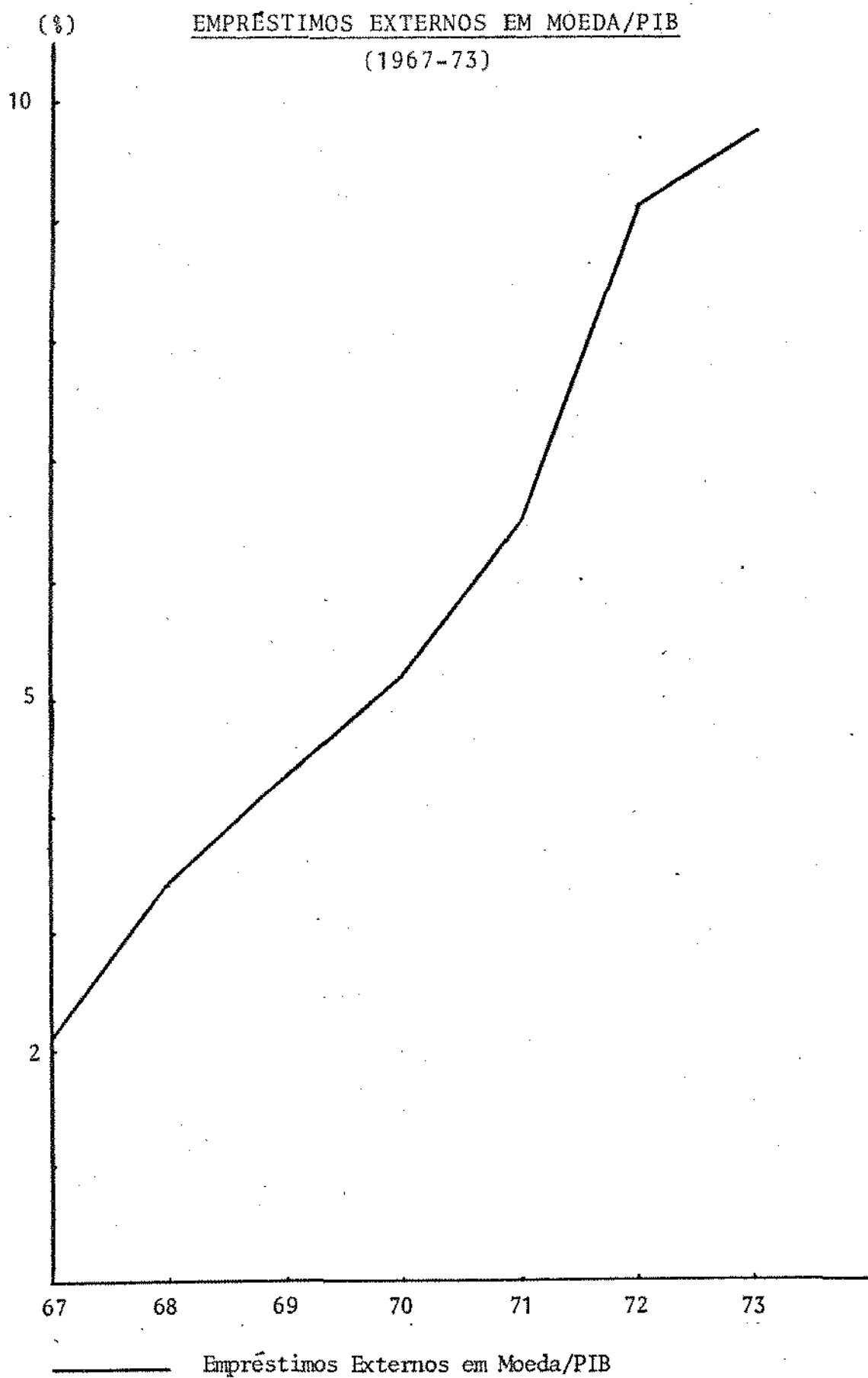
FONTE: Boletim BACEN

(1) Final de período; conversão: Taxa de Venda; inclusive  
bônus

(2) Saldos em final de período/fluxos



Gráfico 11  
EMPRÉSTIMOS EXTERNOS EM MOEDA/PIB  
(1967-73)



## 2 - A EXPANSÃO DOS HAVERES FINANCEIROS (1968-73)

Na Introdução de nosso trabalho, afirmamos que a criação do Circuito Financeiro Internacional resultante da crise do dólar no final da década dos sessenta, atropelara a reforma monetário-financeira brasileira de meados dos anos sessenta, que procurava adaptar o sistema financeiro nacional às transformações ocorridas na estrutura produtiva consubstanciadas no "Plano de Metas".

Para melhor analisar este "atropelo", que banca e amplifica a acumulação dos ativos financeiros no Brasil durante o "milagre", nosso estudo dos Haveres Financeiros parte então do próprio "Plano de Metas". São trabalhados basicamente três períodos distintos, tanto em relação ao comportamento da economia brasileira, como em relação ao movimento da estrutura financeira nacional. A evolução dos Haveres Monetários<sup>(1)</sup>, bem como a dos Haveres Financeiros Não-Monetários<sup>(2)</sup>, será por nós avaliada através da relação do saldo destes haveres em final de período com o Produto Interno Bruto do mesmo período, ambos medidos a preços correntes. Tal procedimento se justifica pela utilização de uma variável real capaz de medir a evolução dos Haveres Financeiros, dado que a uma simples deflação dos valores escaparia a expansão dos Haveres Monetários e Não-Monetários correspondente a uma ampliação real do nível de atividade econômica.

---

(1) Papel-moeda em poder do público e depósitos à vista.

(2) Depósitos de poupança, a prazo fixo, letras de câmbio, letras imobiliárias, títulos federais, estaduais e municipais.

O primeiro período, entre 1956 e 1961, refere-se à aceleração econômica do "Plano de Metas", em que tanto a relação HM/PIB como a relação HFNM/PIB são estáveis e, por suposto, também é estável a relação HF/PIB. No segundo período, de 1962 a 1967, durante a desaceleração econômica, os Haveres Financeiros, em relação ao PIB, oscilam sobre o mesmo patamar do "Plano de Metas" mas, em meio à crise econômica, à política monetária restritiva e às reformas bancária e do mercado de capitais, verifica-se uma forte contração dos Haveres Monetários e uma expansão dos Haveres Financeiros Não-Monetários que, liquidamente (HM + HFNM) se compensam.

Finalmente, no período das elevadas taxas de crescimento que caracterizaram o "milagre" de 1968 a 1973, enquanto os Haveres Monetários estabilizam-se frente ao PIB, a acumulação dos Haveres Financeiros Não-Monetários decola de uma forma anômala do crescimento do Produto, dado o impacto do Circuito Financeiro Internacional na estrutura financeira montada pelas reformas dos anos sessenta. O diferencial das taxas internacional e doméstica de juros garantiram a absorção da liquidez internacional através dos Empréstimos em Moeda convertidos em Reservas Internacionais e a acumulação destas reservas nas Autoridades Monetárias foram responsáveis, dada a política monetária, pela expansão da Dívida Pública Interna Federal que serviu como uma "base financeira" para a acumulação dos demais Haveres Financeiros Não-Monetários (ver Quadros 14 e 15 e Gráfico 12).

## Quadro 14

HAVERES FINANCEIROS

(1956-73)

(Saldo-Cr\$ Milhões)

FINAL DO PERÍODO	HM (1)	HFNM (2)	HF (3)=(1)+(2)
1956	230	32	262
1957	301	35	336
1958	369	37	406
1959	515	41	556
1960	707	50	757
1961	1 065	60	1 125
1962	1 728	120	1 848
1963	2 824	168	2 992
1964	5 087	443	5 530
1965	9 095	1 424	10 519
1966	10 472	2 719	13 191
1967	15 392	5 705	21 097
1968	21 181	11 334	32 515
1969	27 990	17 396	45 386
1970	35 358	28 098	63 456
1971	46 265	48 438	94 703
1972	63 851	78 618	142 469
1973	93 888	122 846	216 734

FONTE: Boletim BACEN

## Quadro 15

HAVERES FINANCEIROS/PIB<sup>(1)</sup>

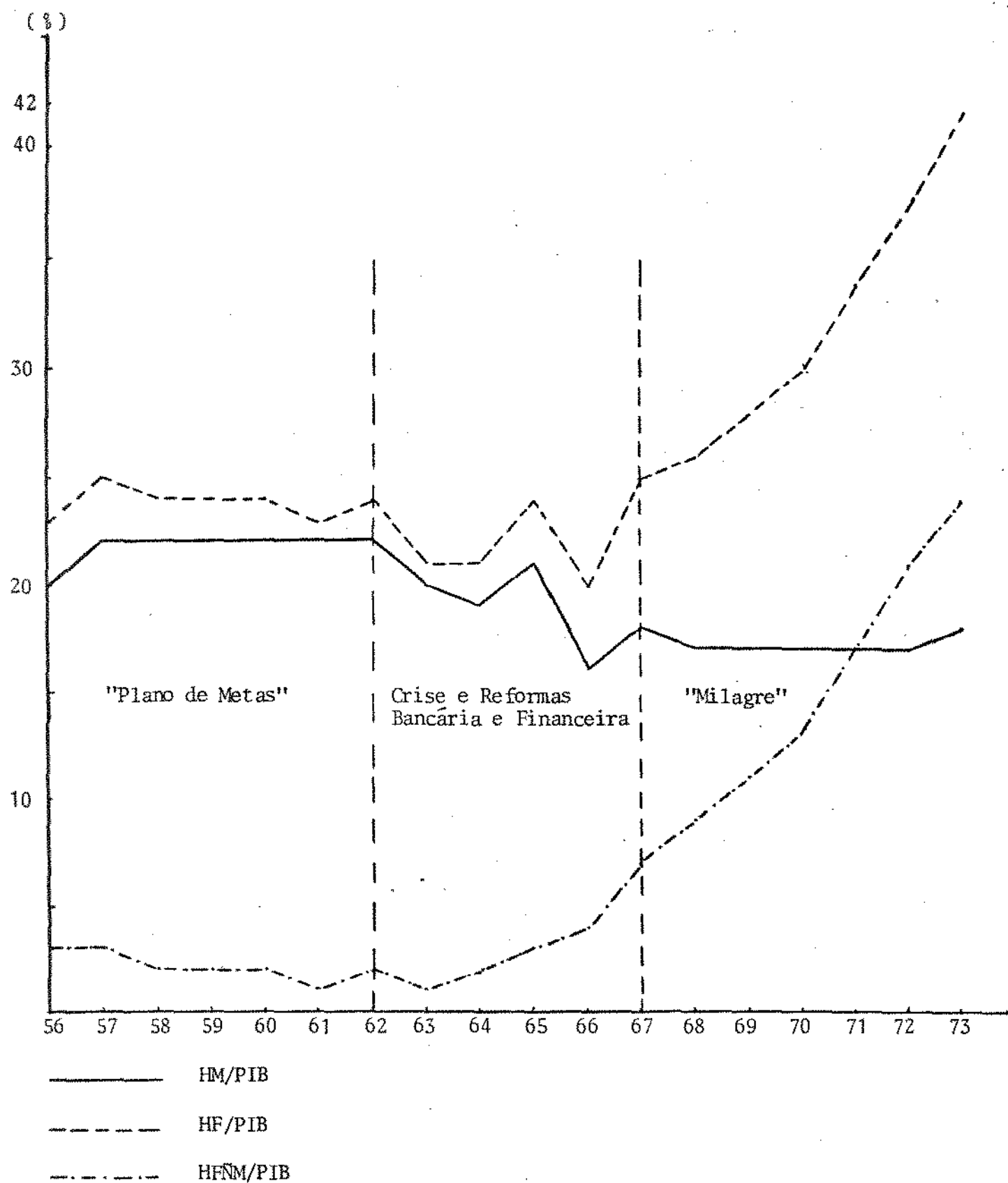
(1956-73)

(%)

PERÍODO	HM/PIB	HFNM/PIB	HF/PIB
1956	20	03	23
1957	22	03	25
1958	22	02	24
1959	22	02	24
1960	22	02	24
1961	22	01	23
1962	22	02	24
1963	20	01	21
1964	19	02	21
1965	21	03	24
1966	16	04	20
1967	18	07	25
1968	17	09	26
1969	17	11	28
1970	17	13	30
1971	17	17	34
1972	17	21	38
1973	18	24	42

(1) Saldos em final de período/fluxos

Gráfico 12  
HAVERES FINANCEIROS/PIB  
(1956-73)



## 2.1 - HAVERES MONETÁRIOS (1968-73)

Os Haveres Monetários - HM do Sistema Financeiro Nacional correspondem aos meios de pagamento das Autoridades Monetárias e dos bancos comerciais na forma de papel-moeda em poder do público e depósitos a vista. Precisamente, além dos meios de pagamento, os HM incluem também os depósitos a vista na Caixa Econômica Federal e nas caixas estaduais (atualmente registra-se ainda os depósitos a vista no Banco Nacional de Crédito Cooperativo). Os Quadros 16 e 17 fornecem a distribuição dos HM entre papel-moeda em poder do público e depósitos a vista de 1956 a 1973. Com importância crescente, os depósitos a vista representam 83% do total de HM em fins de 1973.

A intermediação financeira institucional anterior às reformas bancária e financeira de meados dos anos sessenta, estava essencialmente montada a partir dos Haveres Monetários que representavam 88% do total de Haveres Financeiros em 1956 e 93% em 1962. O comportamento destes recursos (HM), por sua vez, durante todo o período do "Plano de Metas", correspondia ao crescimento econômico acelerado do Produto, mantendo constante a relação HM/PIB.

Com a desaceleração econômica e o recrudescimento inflacionário que se seguiram ao "Plano de Metas", os HM, que até então representavam 22% do PIB, passam a sofrer forte decréscimo relativo, estabilizando-se somente com a aceleração econômica do "milagre". Entretanto, dada a nova estrutura financeira montada

no decorrer da crise dos anos sessenta, os HM se estabilizariam num novo patamar, a 17% do PIB. Ou seja, nos dois períodos de aceleração econômica que, como vimos na Introdução deste Trabalho, apresentam baixas taxas de inflação, a relação HM/PIB mantém-se estável, sendo que o patamar do "milagre" (17%) é inferior ao do "Plano de Metas" (22%) devido às alterações na estrutura financeira que se processaram na fase de crise e recrudescimento inflacionário entre os dois períodos mencionados.

### Quadro 16

#### HAVERES MONETÁRIOS VALORES

(1956-73) (Saldos-Cr\$ Milhões)

FINAL DE PERÍODO	PAPEL-MOEDA EM PODER DO PÚBLICO	DEPÓSITOS A VISTA (1)	TOTAL
1956	68	162	230
1957	81	220	301
1958	100	269	369
1959	127	388	515
1960	169	538	707
1961	256	809	1 065
1962	397	1 331	1 728
1963	684	2 140	2 824
1964	1 156	3 931	5 087
1965	1 730	7 365	9 095
1966	2 343	8 129	10 472
1967	2 944	12 448	15 392
1968	4 080	17 101	21 181
1969	5 389	22 601	27 990
1970	6 719	28 639	35 358
1971	8 555	37 710	46 265
1972	11 547	52 304	63 851
1973	16 427	77 461	93 888

FONTE: Boletim BACEN

(1) Banco do Brasil, Bancos Comerciais, Caixas Econômica e BNCC.

## Quadro 17

HAVERES MONETÁRIOS  
PARTICIPAÇÃO RELATIVA  
 (1956-73)

(%)

FINAL DE PERÍODO	PAPEL-MOEDA EM PODER DO PÚBLICO	DEPÓSITOS A VISTA	TOTAL
1956	30	70	100
1957	27	73	100
1958	27	73	100
1959	25	75	100
1960	24	76	100
1961	24	76	100
1962	23	77	100
1963	24	76	100
1964	23	77	100
1965	19	81	100
1966	22	78	100
1967	19	81	100
1968	19	81	100
1969	19	81	100
1970	19	81	100
1971	18	82	100
1972	18	82	100
1973	17	83	100

Calculado a partir dos saldos em final de períodos

Em crise e com altas taxas de inflação, numa tentativa de frear a "demanda inflacionária", a Política Monetária provocaria a contração dos meios de pagamento. Segundo os autores do "Plano Decenal":



"Se diminui a preferência pela liquidez (ou, o que é o mesmo, se aumenta a velocidade de circulação da moeda), dando margem a um volume de transações maior que o observado no período anterior, haverá uma tendência de elevação geral dos preços, se êsse movimento não fôr acompanhado por um aumento simultâneo na quantidade de bens e serviços produzidos e oferecidos no mercado."(1)

Em meio à própria crise (1967), seria Delfin Neto, ainda futuro Ministro, que denunciaria a inconsistência deste diagnóstico.

"...A existência simultânea de elevação geral de preços e estagnação demonstra uma inconsistência no diagnóstico da inflação de demanda, cuja característica principal seria o aumento dos preços acompanhado de níveis elevados da utilização da capacidade produtiva."(2)

---

(1) EPEA - Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social - Diagnóstico Preliminar - Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais (1947 - março de 1964). Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, 1966. pp. 65-66.

(2) DELFIN NETO, A. - Diagnóstico sobre a Inflação - Visão Geral. São Paulo, FEA-USP (mimeo - apostila), 1970. p. 2.

Numa economia em desaceleração, a política monetarista acaba por sancionar a crise, debilitando o setor produtivo já com elevada capacidade ociosa. Contraíndo a moeda, reforça o comportamento cíclico da economia, gerando crise de liquidez e elevação geral da taxa de juros que, por sua vez, alimenta ainda mais a inflação e, é claro, aprofunda a crise econômica.

Quando acelera-se novamente o crescimento econômico, os HM voltam a estabilizar-se frente ao Produto. Entretanto, como dissemos, a criação de novas instituições financeiras e novos instrumentos de captação pelas reformas monetária e financeira durante o período de crise, provocaram profundas alterações em toda a estrutura dos ativos financeiros, mantendo os HM em 17% do PIB no decorrer de todo o período do "milagre".

## 2.2 - HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS (1968-73)

O Sistema Financeiro Nacional, a partir das reformas bancária e financeira de meados dos anos sessenta, é marcado pela forte diversificação e desenvolvimento da intermediação financeira. As alterações na composição dos Haveres Financeiros-HF pode ser facilmente observada no Quadro 18 e no Gráfico 13. Enquanto que em 1962 os HFNM representavam 7% do total de HF, em fins de 1973 esta percentagem eleva-se para 57%. Em 1978, Conceição Tavares nos advertiria:

"... em pouco mais de 10 anos a expansão dos ativos financeiros líquidos em relação ao volume dos ativos monetários alcançou uma proporção correspondente àquela alcançada nos Estados Unidos depois de quase 100 anos de revolução."(1)

Em relação ao Produto, os HFNM, relativamente estáveis no período do "Plano de Metas" também apresentaram forte crescimento a partir das reformas dos anos sessenta. Salta aos olhos a velocidade com que a acumulação financeira dos HFNM decola do crescimento do Produto. De 3% do PIB de 1956 e 2% do PIB de 1962, os HFNM atingem 24% do PIB em 1973 (ver Quadro 15 e Gráfico 12).

Tanto a relação HFNM/HF como a relação HFNM/PIB apresentam assim um crescimento contínuo a partir das reformas bancária e do mercado de capitais. Convém, entretanto, analisar o comportamento dos HFNM de acordo com a subdivisão por períodos sugerida na apresentação do item 2.

No período do "Plano de Metas" a relativa estabilidade dos HFNM em relação ao PIB é acompanhada pela também estável relação HM/PIB e, portanto, HF/PIB.

Durante a crise de 1962-67, em que se reforma o Sistema

---

(1) TAVARES, Maria da Conceição - Ciclo e Crise - O Movimento Recente da Industrialização Brasileira. Rio de Janeiro, UFRJ (Tese para Professor Titular, mimeo.), 1978. p. 143.

Financeiro Nacional, verifica-se um decréscimo dos HM em relação ao PIB ao mesmo tempo em que se desenvolvem os HFNM. Concretamente, o período acusa oscilações na relação HF/PIB sobre o mesmo patamar do "Plano de Metas". Os HF que representavam 24% do PIB de 1962, correspondem a 25% do PIB em 1967; o que se presencia é uma redução na relação HM/PIB de 22% para 18% e um crescimento na relação HFNM/PIB de 2% para 7%.

Quadro 18

HFNM/HF

(1956-73)

(%)

FINAL DE PERÍODO	HFNM/HF	FINAL DE PERÍODO	HFNM/HF	FINAL DE PERÍODO	HFNM/HF
1956	12	1962	7	1968	35
1957	10	1963	6	1969	38
1958	9	1964	8	1970	44
1959	7	1965	14	1971	51
1960	7	1966	21	1972	55
1961	5	1967	27	1973	57

Calculado a partir dos saldos em final de período

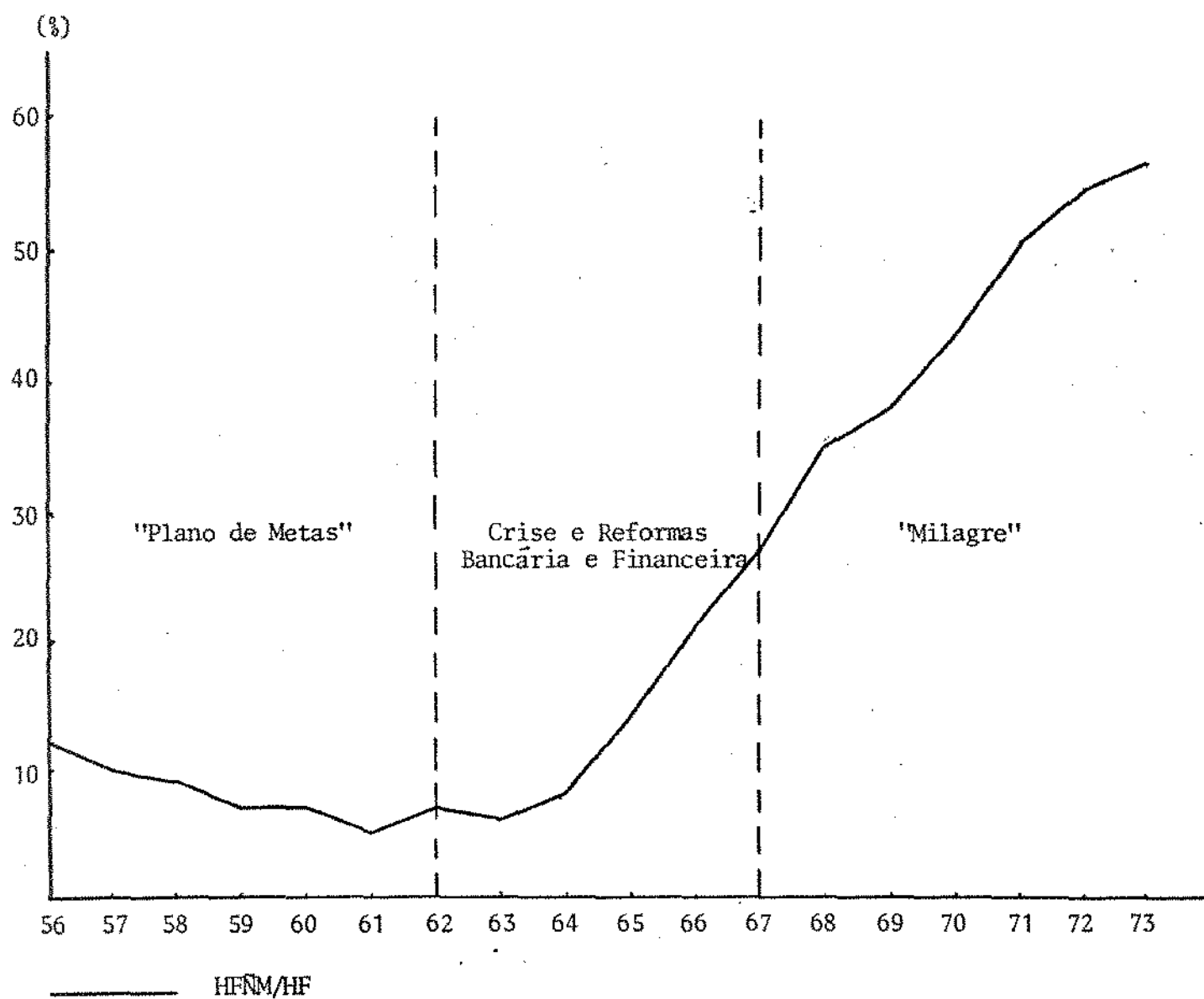
Isto significa que o período da crise e das reformas bancária e financeira assistiu à "substituição" de HM por HFNM para um mesmo total de HF em relação ao PIB. Os HFNM, que de 7% dos HF em 1962, atingem 27% em 1967, não representaram concretamente maiores recursos financeiros em relação ao PIB.

Já no período do "milagre", com uma nova estabilidade dos HM num patamar de 17% do PIB, o que se verifica é uma forte

Gráfico 13

 $\frac{HFNM}{HF}$ 

(1956-73)



acumulação tanto dos HFNM como dos HF em relação ao PIB.

Se os HF em 1967 representavam 25% do PIB, em 1973, passam para 42%. Este crescimento de 25% para 42% em relação ao PIB deu-se em apenas seis exercícios e correspondem exclusivamente ao crescimento dos HFNM de 7% para 24% do PIB, já que os HM mantiveram-se estáveis nestes anos.

Deve-se portanto distinguir o crescimento da relação HFNM/HF do período de crise, em que os HFNM simplesmente "substituem" HM, do crescimento da relação HFNM/HF do período do "milagre" que representou concretamente uma acumulação financeira decolada do crescimento do Produto.

Na crise dos anos sessenta, substituí-se recursos monetários (não remunerados) por recursos não-monetários (remunerados); no "milagre" assiste-se a anômala acumulação financeira decorrente do "atropelamento" do recém-reestruturado Sistema Financeiro Nacional pelo Circuito Financeiro Internacional, através dos empréstimos externos em moeda e da acumulação de reservas internacionais.

Durante a crise, em que se substitui HM por HFNM, trata-se da montagem da nova estrutura financeira que teve como "base" a criação de títulos públicos com correção monetária do cruzeiro e juros reais positivos. As Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN eram então basicamente colocadas junto aos bancos comerciais, como alternativa aos depósitos com-

pulsórios em moeda, e junto às instituições federais do Sistema Financeiro Habitacional, o BNH e a CEF. Para a colocação inicial dos títulos públicos junto ao setor privado não-financeiro, foi criada ainda uma série de incentivos fiscais.<sup>(1)</sup>

Deve-se considerar também que a opção de resgate com correção cambial das ORTN, embora não tenha sido utilizada no período, dado que esta situou-se em níveis inferiores à correção monetária, apareceria concretamente como uma alternativa para atrair os recursos financeiros do movimentado mercado paralelo de dólares.

Em 1966 as ORTN correspondiam a 52% dos HFNM, enquanto as Letras de Câmbio somavam 33%, os Depósitos a Prazo Fixo 12% e os Depósitos de Poupança e Letras Imobiliárias, 2% do total dos HFNM (ver Quadros 19 e 20).

Durante o "milagre", os títulos públicos, ORTN e, a partir de 1970, Letras do Tesouro Nacional - LTN, representaram sempre 1/3 dos HFNM, oscilando entre 31% e 36% deste total. Neste mesmo período (1968-73), entre 50% e 62% da Dívida Mobiliária Interna Federal (ORTN e LTN) estiveram em poder das Autoridades Monetárias, do BNH, da CEF e dos Bancos Comerciais (compulsório e voluntário), conforme Quadros 21 e 22.

---

(1) SILVA, M. C. - A Dívida do Setor Público Brasileiro. Rio de Janeiro, IPEA/INPES (R. P. nº 32), 1976.

Quadro 19

HAVERES FINANCEIROS NÃO MONETÁRIOSVALORES - (1964-73)

(Saldo-Cr\$ Milhões)

FINAL DE PERÍODO	POUPANÇA E LETRAS IMOBILIÁRIAS	PRAZO FIXO	LETRAS DE CâMBIO	ORTN E LTN (1)	TOTAL(2)
1964	-	140	230	41	443
1965	9	257	695	430	1 424
1966	65	314	906	1 401	2 719
1967	376	704	2 105	2 482	5 705
1968	974	1 449	4 558	3 491	11 334
1969	2 088	2 103	6 172	5 881	17 396
1970	4 089	4 442	8 285	10 111	28 098
1971	6 899	9 487	15 117	15 445	48 438
1972	12 728	17 017	20 973	26 179	78 618
1973	20 639	25 811	34 820	38 344	122 846

FONTE: Boletim BACEN

(1) LTN a partir de 1970

(2) Inclusive títulos estaduais e municipais

Quadro 20

HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOSPARTICIPAÇÃO RELATIVA

(1964-73)

(%)

FINAL DE PERÍODO	POUPANÇA E LETRAS IMOBILIÁRIAS	PRAZO FIXO	LETRAS DE CâMBIO	ORTN E LTN (1)	TOTAL (2)
1964	-	32	52	9	100
1965	1	18	49	30	100
1966	2	12	33	52	100
1967	7	12	37	43	100
1968	9	13	41	31	100
1969	12	12	36	34	100
1970	14	16	30	36	100
1971	14	20	31	32	100
1972	16	22	27	33	100
1973	17	21	28	31	100

Calculado a partir dos saldos em final de período

(1) LTN a partir de 1970

(2) Inclusive títulos estaduais e municipais



Com o crescimento econômico do período do "milagre" e o impacto do Circuito Financeiro Internacional na Estrutura Monetária e Financeira Nacional, os HFNM que representavam 7% do PIB em 1967 passam a 24% do PIB em 1973, lembrando-se ainda que os HM mantêm-se estáveis em relação ao produto no mesmo período.

Entre 1967 e 1973 a Dívida Pública Federal Interna passa de 3% a 8% do PIB. Formada por ORTN e LTN, a Dívida Pública, teoricamente vinculada ao Tesouro Nacional, constitui, de forma concreta, um instrumento de captação das Autoridades Monetárias que detinham em reservas internacionais os empréstimos externos em moeda ingressos no período. As ORTN, instituídas em 1964, transformaram-se, desde logo, no instrumento propagador da Correção Monetária para todo o resto do sistema financeiro. As LTN, colocadas no mercado com taxas de desconto, foram criadas em 1970 para serem operadas no mercado aberto em substituição às ORTN de curto prazo.

As Letras de Câmbio, captadas tanto pelas Financeiras como pelos Bancos de Investimento (até 1972) serviram especialmente para dar suporte ao financiamento dos bens duráveis de consumo e de 2% do PIB de 1967, atingem 8% do PIB de 1973. Essencialmente remunerados com juros mais "correção monetária pré-fixada", os Depósitos a Prazo Fixo, captados pelos bancos comerciais e de investimento e utilizados para o financiamento do capital de giro das empresas, passam de menos de 1% a 5% no

decorrer do "milagre". Já os Depósitos de Poupança e as Letras Imobiliárias captadas pelo Sistema Financeiro Habitacional, rendendo juros e correção monetária (pós-fixada), e que não chegam a representar 0,5% do PIB em 1967 alcançam 4% do PIB de 1973 (ver Quadro 23 e Gráfico 14).

Quadro 21  
ORTN E LTN  
PRINCIPAIS TOMADORES  
VALORES - (1968-73)  
(Saldo-Cr\$ Milhões)

FINAL DE PERÍODO	AUTORIDADES MONETÁRIAS	BNH + CEF	BANCOS COMERCIAIS		OUTROS	TOTAL
			Compulsório	Voluntário		
1968	192	500	958	197	1 644	3 491
1969	519	760	1 587	340	2 675	5 881
1970	755	1 200	2 635	439	5 082	10 111
1971	2 523	1 830	3 501	1 132	6 459	15 445
1972	3 141	4 337	4 508	3 158	11 035	26 179
1973	6 267	5 708	7 105	4 431	14 833	38 344

FONTE: Boletim BACEN

Balancos do Banco do Brasil

Quadro 22  
ORTN E LTN  
PRINCIPAIS TOMADORES  
PARTICIPAÇÃO RELATIVA  
(1968-73)

FINAL DE PERÍODO	AUTORIDADES MONETÁRIAS	BNH + CEF	BANCOS COMERCIAIS		OUTROS	TOTAL (%)
			Compulsório	Voluntário		
1968	5	14	28	6	47	100
1969	9	13	27	6	45	100
1970	8	12	26	4	50	100
1971	16	12	23	7	42	100
1972	12	17	17	12	42	100
1973	16	15	19	12	38	100

Calculado a partir dos saldos em final de período

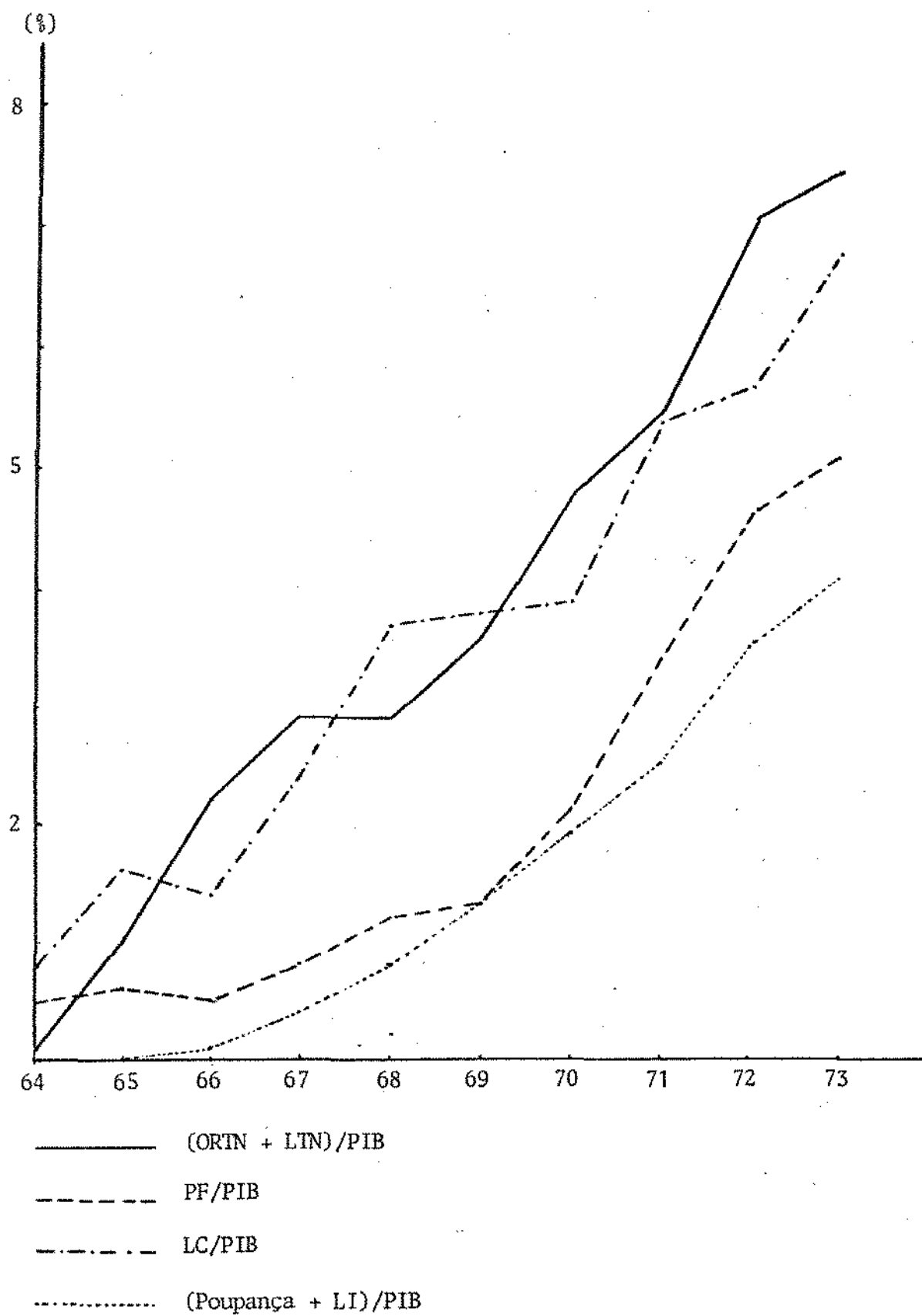
Quadro 23  
HFNM/PIB<sup>(1)</sup>  
(ATIVOS DISCRIMINADOS)  
 (1964-73)

(%)

PERÍODO	(POUPANÇA+LI)/ PIB	PF/PIB	LC/PIB	(ORTN +LTN) / PIB
1964	-	0,5	0,8	0,1
1965	0,0	0,6	1,6	1,0
1966	0,1	0,5	1,4	2,2
1967	0,4	0,8	2,4	2,9
1968	0,8	1,2	3,7	2,9
1969	1,3	1,3	3,8	3,6
1970	1,9	2,1	3,9	4,8
1971	2,5	3,4	5,4	5,5
1972	3,5	4,6	5,7	7,1
1973	4,1	5,1	6,8	7,5

(1) Saldo em final de período/fluxo

Gráfico 14  
HFNM/PIB (ATIVOS DISCRIMINADOS)  
(1964-73)



### 3 - A ACUMULAÇÃO FINANCEIRA NO "MILAGRE" (1968-73)

As reformas monetária e financeira que se seguiram ao "Plano de Metas" foram "atropeladas" pelo Circuito Financeiro Internacional montado para "resolver" o impasse criado pela crise monetária do final dos anos sessenta. Enquanto o Brasil, no intuito de desenvolver sua intermediação financeira, garantia juros reais positivos através da correção monetária do cruzeiro, o Capital Financeiro Internacional, através de crédito fácil, prazos dilatados e baixas taxas reais de juros, buscava novos espaços para sua acumulação.

A incongruência entre estas duas estruturas de taxas de juros, alimentou a absorção do capital financeiro internacional e a expansão dos ativos financeiros internos. Todo o período do "milagre", com suas altas taxas de acumulação produtiva, foi acompanhado por uma intensa acumulação financeira que decolou da acumulação produtiva de forma totalmente anômala.<sup>(1)</sup> Em "allegro vivace", a contradição inerente aos movimentos do capital financeiro internacional e do sistema financeiro doméstico, fazia-se sentir na aceleradíssima evolução dos HFNM em relação ao PIB.

Vimos que o Brasil captou empréstimos externos em moeda, "dólares estéreis" do ponto de vista do comércio internacional, como uma míope "opção creditícia" de baixas taxas reais de

---

(1) O aspecto mais folclórico desta decolagem, certamente, ficou registrado no intenso movimento especulativo nas bolsas de valores, seguido pelo estrangulamento do "mercado aberto de capitais" de 1971.

juros internacionais em oposição ao sistema financeiro nacional, montado sobre o princípio da correção monetária do cruzeiro que representava concretamente um piso mínimo para a remuneração dos ativos financeiros internos. A nível externo, estes dólares captados no Circuito Financeiro Internacional eram remunerados e conservados em reservas internacionais das Autoridades Monetárias Brasileiras que, em fins de 1973 mantinham o equivalente a mais de doze meses de importações, quando o próprio FMI recomendava três meses.

Contabilizando-se os serviços pagos por estes empréstimos em moeda, 93% do fluxo destes empréstimos foram convertidos em reservas e juros entre o início de 1968 e o final de 1973. Em 1972 e em 1973, o fluxo de reservas e de juros pagos em função dos próprios empréstimos em moeda, representavam, respectivamente, 108% e 101% do fluxo líquido destes empréstimos.

Se, a nível externo, os "dólares estéreis", devidamente remunerados, voltavam ao mercado internacional, a nível interno os tomadores de empréstimos externos, que se valiam das baixas taxas de juros internacionais, acabavam por repassar os dólares captados para as Autoridades Monetárias que, para mantê-los em reservas, necessitavam captar recursos no mercado financeiro interno a taxa de juros (correção monetária e juros) maiores que as taxas para os tomadores de empréstimos externos (correção cambial mais juros) e naturalmente maiores que a valorização contábil das reservas (correção cambial) mais os juros das reservas.

Em fins de 1973, o montante de reservas internacionais das Autoridades Monetárias, US\$ 6,4 bilhões, correspondiam a Cr\$ 39,9 bilhões (taxa de venda). O total da Dívida Mobiliária Interna Federal em ORTN e LTN, que representava concretamente recursos das Autoridades Monetárias, somava, na mesma data, Cr\$ 38,3 bilhões.

Se, por um lado, os tomadores de empréstimos externos em moeda valiam-se dos empréstimos internacionais, as Autoridades Monetárias, para manterem as reservas em que tais empréstimos eram necessariamente convertidos, precisavam captar recursos no mercado interno. Na prática, como já advertia José Eduardo de Carvalho Pereira em 1974, tal operação poderia ser internalizada, entre aplicadores em títulos públicos e tomadores de empréstimos externos.

Entretanto, os custos financeiros dos empréstimos externos eram inferiores à própria remuneração dos títulos públicos captados pelas Autoridades Monetárias. A diferença entre o serviço da dívida interna (correção monetária e juros das ORTN e taxa de desconto das LTN) e o custo financeiro dos tomadores de empréstimos externos (correção cambial mais juros) que repassavam os dólares para as AM estava sendo, assim, coberta pelas próprias AM. As Autoridades Monetárias acabaram portanto por "subsidiar" os tomadores de empréstimos externos.

Se os dólares captados durante o "milagre" eram estéreis

do ponto de vista do comércio internacional e se a operação creditícia poderia teoricamente ser substituída por operações meramente internas, a opção pelo endividamento externo correspondeu, a nível interno, a um subsídio aos tomadores de empréstimos externos em moeda e a uma valorização do capital financeiro para os aplicadores em títulos públicos superior à taxa de juros internacional. A nível externo, correspondeu à remuneração do capital financeiro internacional a taxas evidentemente superiores às utilizadas pelos próprios banqueiros internacionais na remuneração de nossas reservas.

A partir dos títulos públicos, e considerando-se a remuneração das ORTN como um piso para a remuneração de todos os ativos financeiros, desenvolve-se a intermediação financeira não-monetária que de 7% do PIB de 1967 passa a 24% do PIB em 1973. A intermediação financeira, transferindo internamente (no interior da estrutura financeira) ativos financeiros em função de prazos, volume, garantias e taxas de juros, acabou por integrar todo o circuito financeiro nacional. Parte dos depósitos de poupança (da Caixa Econômica Federal) e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, fundo compulsório criado em 1967 como recursos para o Banco Nacional da Habitação, além dos recursos dos bancos comerciais, foram aplicados diretamente em títulos públicos federais que, por sua vez, eram convertidos em reservas internacionais que representavam a contrapartida dos empréstimos externos em moeda. Depósitos de Poupança, recursos do FGTS e dos bancos comerciais, via dívida pública, foram repassados para as empre-



sas tomadoras de empréstimos externos. Os tomadores de empréstimos externos, obtinham, a taxas de juros internacionais, recursos captados a taxas de juros internas, relativamente mais elevadas.

O resultado é que num espaço de seis anos, de 1967 a 1973, os empréstimos externos em moeda passaram de 2% para 10% do PIB e os HFNM passaram de 7% para 24% do PIB. A acumulação financeira no período do "milagre" é pois fruto da relação entre o endividamento externo e os Haveres Financeiros Não-Monetários, altamente inter-relacionados no seio da própria estrutura financeira nacional. A acumulação financeira, neste sentido, é resultante da conexão do Circuito Financeiro Internacional com o Sistema Financeiro Nacional, dado o diferencial das taxas de juros internacional e doméstica, num período em que a economia brasileira assistiu às altas taxas de crescimento do produto que caracterizaram o "milagre".

II - ANDANTE

A CRISE E A DESESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO  
NACIONAL (1974-78)

1 - OS "PETRODÓLARES" E O ENDIVIDAMENTO EXTERNO BRASILEIRO  
(1974-78)

A abrupta majoração dos preços do petróleo em fins de 1973 marcará o desarranjo do comércio internacional num mercado que se sustentava sobre a fragilidade de uma moeda internacional (o dólar) resguardada por um forte circuito financeiro (o euro-mercado de moedas).

A crise da moeda americana do final dos anos sessenta, que acabou tornando o dólar formalmente incorversível em 1971, alcança, em 1973, um novo estágio, com uma nova desvalorização do dólar e a disseminação do sistema de taxas de câmbio flutuantes. A intranquilidade cambial e a instabilidade financeira, neste sentido, tomaram conta do cenário internacional antes que se quadruplicassem os preços do petróleo. O Circuito Financeiro Internacional, todavia, absorve e torna possível a reciclagem dos chamados "petrodólares". Não fosse a preexistência deste circuito articulado no final da década dos sessenta, ajustes por parte da demanda provavelmente alterariam o desfecho da "crise do petróleo".

É totalmente inimaginável que um Sistema Financeiro Internacional, tal qual o que prevaleceu na década dos cinquenta, se prestasse a intermediar o desarranjo proveniente da crise do petróleo. A partir de 1973, entretanto, os superávits dos países exportadores de petróleo realimentariam o Circuito Financeiro Internacional montado a partir da crise do dólar. Inicialmente repassados para os países importadores de petróleo, os "petrodólares" são absorvidos pelo Circuito Financeiro Internacional, que se sobre-

põe à crise do petróleo, acolhendo, indistintamente, países auto-suficientes (a Argentina, com contas correntes superavitárias endividada-se neste período por uma opção meramente creditícia) e países exportadores de petróleo, a exemplo do México.<sup>(1)</sup>

Com o afluxo dos "petrodólares", o Circuito Financeiro Internacional vê sua taxa real de juros anular-se em 1974, para transformar-se em negativos 2% a.a. em 1975. Com taxas reais negativas até 1977, o Circuito Financeiro Internacional funcionou concretamente como um fator externo de realimentação do endividamento dos países do "Terceiro Mundo" e da Europa Oriental. É neste sentido que coube, em plena crise internacional, considerações da ordem de "ilha de tranquilidade".

Até 1973 a participação do Brasil no Circuito Financeiro Internacional se resumia em absorver e remunerar parte da liquidez internacional através dos empréstimos em moeda, reaplicando os "dólares estéreis" no próprio mercado financeiro internacional. Da dívida externa bruta de médio e longo prazos (US\$ 12,6 bilhões em fins de 1973), 64% correspondiam a empréstimos em moeda, 28% a financiamentos de importações e 8% a outros empréstimos. A Dívida Externa, num sentido estrito, corresponderia apenas aos empréstimos em moeda, posto que os financiamentos de importações guardam vínculo com os valores comercialmente transacionados. Os Empréstimos Externos em Moeda representavam então US\$ 8,0 bilhões, sendo que

---

(1) Ver artigos publicados em ESTEVEZ, J. e LICHTENSZTEJN, S. Nueva Fase del Capital Financiero México, Nueva Imagem, 1981.

as Autoridades Monetárias Brasileiras mantinham US\$ 6,4 bilhões destes empréstimos na forma de reservas internacionais (a diferença entre estes valores é representada pela valorização dos empréstimos em moeda já computados, ou seja, pelos juros pagos durante o "milagre" em função dos próprios empréstimos em moeda).

Com a crise internacional e a evolução desfavorável nos índices de relações de troca em 1974 e 1975, o Brasil assiste a fortes desequilíbrios em sua balança comercial. As importações, que registraram US\$ 6,2 bilhões em 1973, saltam para US\$ 12,6 bilhões em 1974 e US\$ 12,2 bilhões em 1975. As exportações, que também registravam US\$ 6,2 bilhões, em 1973, passam para US\$ 8,0 bilhões em 1974 e US\$ 8,7 bilhões em 1975. Frente a este desequilíbrio, contudo, o Brasil via-se possuidor de fartas reservas internacionais e diante de novas facilidades no acesso ao mercado financeiro internacional que acenava com juros reais negativos. Segundo o Relatório do Banco Central do Brasil de 1974, que continuava insistindo na "credibilidade" do Brasil:

"O alto nível das reservas internacionais do País, o crescente fluxo líquido de capitais financeiros, demonstrativo do grau de credibilidade do Brasil junto às fontes externas de crédito, possibilitaram o financiamento do referido déficit da balança comercial." (1)

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1974, Brasília, 1975. p. 190.

A partir de 1976, o índice de relações de troca evolui favoravelmente para o Brasil, atingindo em 1977 nível superior ao de 1973. Considerando-se ainda os incentivos fiscais e creditícios às exportações e a instituição do "Recolhimento Restituível" sobre importações, sem juros e correção monetária<sup>(2)</sup>, o Brasil reduziria seu déficit comercial de US\$ 4,7 bilhões em 1974 e US\$ 3,5 bilhões em 1975 para US\$ 2,6 bilhões em 1976 e um pequeno superávit em 1977. Nessa altura, entretanto, os juros líquidos da Dívida Externa, que representavam US\$ 0,5 bilhões em 1973, já atingiam US\$ 2,1 bilhões (1977).

1978 marcará nova fase de queda no índice de relações de troca para o Brasil que apresenta um déficit comercial de US\$ 1,0 bilhão. Considerando-se os juros líquidos da ordem de US\$ 2,7 bilhões e outros serviços de US\$ 3,3 bilhões, o déficit em transações correntes de 1978 alcançaria US\$ 7,0 bilhões (ver Quadro 24).

O Brasil que tomara US\$ 2,4 bilhões de empréstimos em moeda em 1973, eleva seu endividamento externo bruto em moeda (inclusive bônus) em US\$ 6,7 bilhões entre 1974 e 1975 e utiliza-se de US\$ 2,4 bilhões de suas reservas. Com a redução do déficit em transações correntes entre 1974 e 1977, a despeito do crescimento dos juros líquidos, e com a continuidade do afluxo crescente de empréstimos externos em moeda da ordem de US\$ 3,8 bilhões em 1976, US\$ 4,3 bilhões em 1977 e US\$ 9,1 bilhões em 1978 (em 1978 o dé-

---

(2) Por seis meses de acordo com a Resolução nº 331 de 16.07.75 e por um ano a partir da Resolução nº 354 de 02.12.75.

ficit em transações correntes eleva-se em US\$ 3 bilhões), o Brasil, que nunca ficara com reservas inferiores às recomendadas pelo FMI, volta a acumular US\$ 7,9 bilhões de reservas cambiais entre 1976 e 1978, atingindo novamente desnecessários 87% do valor das importações anuais de 1978 (ver Quadro 25). Todas as resoluções e circulares do Banco Central do Brasil relativas à retenção compulsória dos empréstimos em moeda estrangeira no período não foram adotadas para reduzir o ingresso destes recursos mas, para efeitos da política monetária, congelando temporariamente a liberação dos recursos em moeda nacional (ver Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras, no item 3 deste Capítulo).

#### Quadro 24

#### BALANÇA COMERCIAL E SERVIÇOS

(1973-78)

(Fluxos - US\$ milhões)

PERÍODO	BALANÇA COMERCIAL			SERVIÇOS (LÍQUIDO)		MERCADORIAS E SERVIÇOS (3)+(4)+(5)
	Exportação <sup>(1)</sup>	Importação <sup>(2)</sup>	Total (3)= (1) - (2)	Juros <sup>(4)</sup>	Outros <sup>(5)</sup>	
1973	6 199	6 192	7	(514)	(1 208)	(1 715)
1974	7 951	12 641	(4 690)	(652)	(1 781)	(7 123)
1975	8 670	12 210	(3 540)	(1 498)	(1 715)	(6 753)
1976	10 128	12 383	(2 255)	(1 810)	(1 953)	(6 018)
1977	12 120	12 023	97	(2 103)	(2 031)	(4 037)
1978	12 658	13 683	(1 025)	(2 696)	(3 341)	(7 062)
1974-78	51 527	62 940	(11 413)	(8 759)	(10 821)	(30 993)

FONTE: Boletim BACEN.

Entre 1974 e 1978, o endividamento externo bruto em moeda (incluindo bônus) cresce em US\$ 23,9 bilhões, atingindo US\$ 31,9 bilhões em fins de 1978. Em relação ao total da Dívida Ex-

terna de Médio e Longo Prazos, os empréstimos em moeda, que representavam 64% em 1973, passam a 73% deste total em fins de 1978 (ver Quadro 26).

O Brasil, que em 1973 absorvia empréstimos externos em moeda num valor correspondente a 10% do seu PIB, estaria, em fins de 1978, participando do Circuito Financeiro Internacional com 18% do valor de seu Produto Interno Bruto (ver Quadro 27 e Gráfico 15).

Quadro 25

RESERVAS INTERNACIONAIS/IMPORTAÇÕES

(1973-78)

(US\$ milhões)

PERÍODO	IMPORTAÇÕES ANUAIS (FOB-FLUXOS) <sup>(1)</sup>	RESERVAS INTERNACIONAIS SALDOS <sup>(2)</sup>	(2) / (1) (%)
1973	6 192	6 416	104
1974	12 641	5 269	42
1975	12 210	4 041	33
1976	12 383	6 544	52
1977	12 023	7 256	60
1978	13 683	11 895	87

Fonte: Boletim BACEN

(2) Saldos em final de período.



Quadro 26  
DÍVIDA EXTERNA<sup>(1)</sup>  
 (1973-78)

(SalDOS - US\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	EMPRESTIMOS EM MOEDAS <sup>(2)</sup>	FINANCIAMENTOS E OUTROS EMPRESTIMOS			TOTAL (4)	(2)/(4) (%)
		Financiamento de Importações	Outros <sup>(3)</sup>	Total		
1973	7 991	3 487	1 094	4 581	12 572	64
1974	11 383	4 741	1 042	5 783	17 166	66
1975	14 722	5 464	985	6 449	21 171	70
1976	18 483	6 578	924	7 502	25 985	71
1977	22 751	8 422	864	9 286	32 037	71
1978	31 880	10 830	801	11 631	43 511	73

Fonte: Boletim BACEN

(1) Dívida Bruta - Médio e Longo Prazos.

(2) Inclusive Bônus.

(3) "USAID" e Outros Empréstimos.

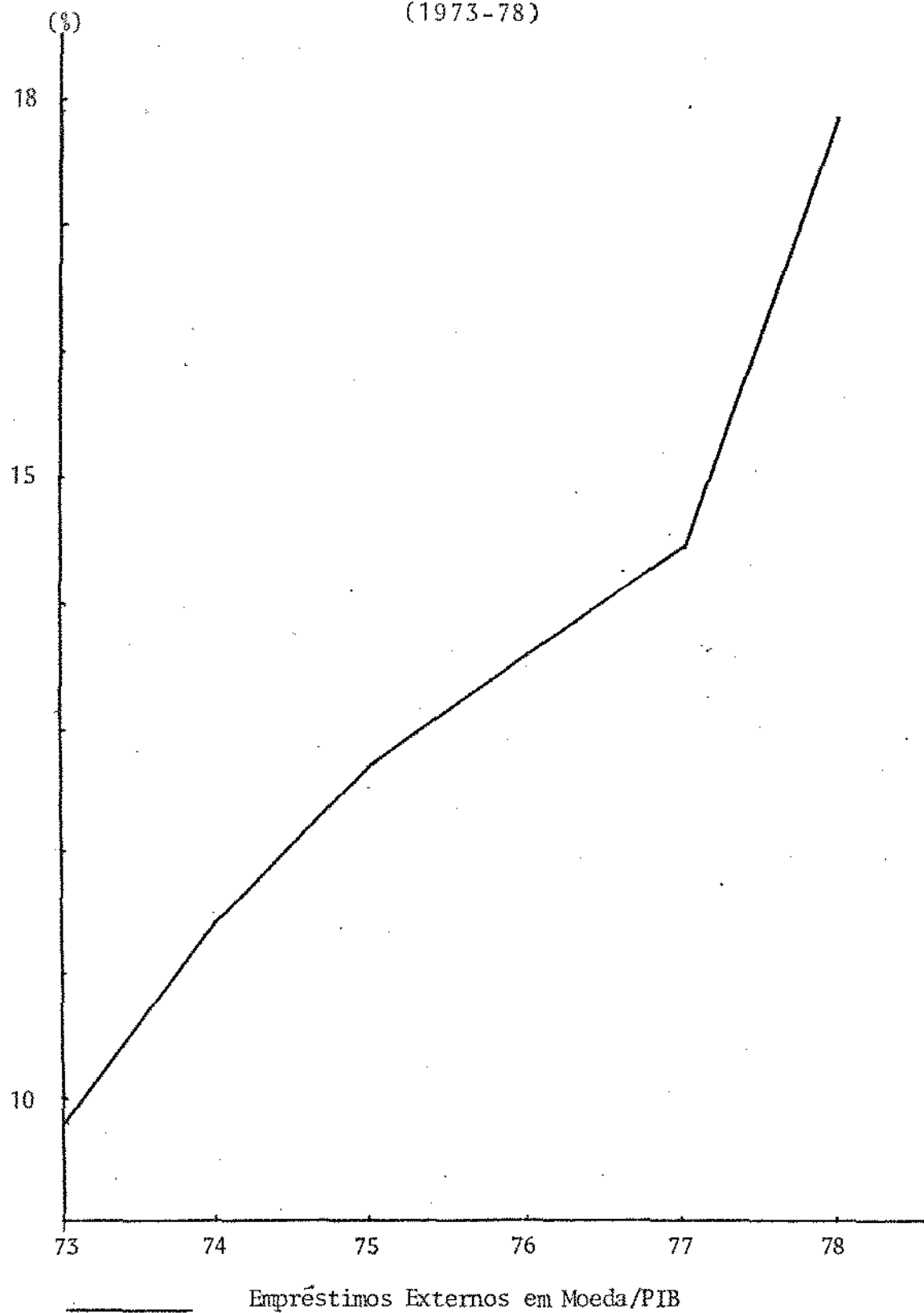
Quadro 27  
EMPRESTIMOS EXTERNOS EM MOEDA/PIB  
 (1973-78)

PERÍODO	EMPRESTIMOS EM MOEDA (SALDOS) (Cr\$ milhões) - (1)	EMPRESTIMOS EM MOEDA/PIB <sup>(2)</sup> (%)
1973	49 704	9,8
1974	84 633	11,4
1975	133 529	12,7
1976	228 173	13,6
1977	365 154	14,5
1978	666 930	17,9

(1) SalDOS em final de período; conversão: taxa de venda; inclusive bônus.

(2) SalDOS em final de período/fluxos.

Gráfico 15  
EMPRÉSTIMOS EXTERNOS EM MOEDA/PIB  
(1973-78)



## 2 - A CRISE E OS HAVERES FINANCEIROS (1974-78)

A desaceleração da economia brasileira que se inicia em 1974 é reforçada pelas medidas restritivas adotadas a partir de 1976 com vistas a "arrefecer a demanda global por bens e serviços".

"Dentre as medidas de caráter monetário e creditícia, tomadas pelas Autoridades Monetárias no ano de 1976, destacam-se, como as mais importantes, a elevação da taxa dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais, o aumento da taxa de juros dos empréstimos de liquidez, a liberação das taxas de juros para as operações ativas do sistema monetário, bancos de investimento e Financeiras, a institucionalização do mecanismo de assistência financeira pelo Banco Central aos bancos de investimento e Financeiras, além da imposição de restrições às condições de crédito aos consumidores e ao mercado imobiliário."<sup>(1)</sup>

Tais medidas, aliadas ao corte direto nos planos e programas de investimentos públicos, comporiam, a partir de então, a política econômica que orientaria o Governo.

"A opção pelo equilíbrio na balança comercial e redução da taxa de inflação exigiria, em contrapartida, que o

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1976. Brasília, BACEN, 1977. p. 55.

Governo orientasse a política econômica, em 1977, no sentido de desacelerar, a curto prazo, o ritmo de crescimento global da economia, através de medidas que propiciassem queda no ritmo da produção industrial e dos negócios em geral."(2)

Os efeitos das medidas restritivas em relação ao crédito pode ser facilmente visualizado na relação entre os Haveres Financeiros e o Produto Interno Bruto. Se durante o "milagre", os HF, após uma relação essencialmente estável com o Produto desde o "Plano de Metas", passam de 25% do PIB de 1967 para 42% do PIB de 1973, o período em análise, com oscilações em 1974 e em 1975, termina com a relação HF/PIB em 41%. Entretanto, da mesma forma que na crise dos anos sessenta, a estabilidade dos Haveres Financeiros em relação ao PIB é acompanhada por uma contração dos Haveres Monetários e uma expansão dos Haveres Financeiros Não-Monetários. Os HM reduzem-se de 18% do PIB de 1973 para 13% do PIB de 1978, enquanto que os HFNM, de 24% do PIB em 1973, passam para 28% do PIB de 1978 (ver Quadros 28 e 29 e Gráfico 16).

## 2.1 - HAVERES MONETÁRIOS (1974-78)

No primeiro capítulo ("Allegro Vivace") da Tese, subdividimos os Haveres Monetários em papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, para todo o período do "Plano de Metas" ao

---

(2) BACEN - Relatório Anual 1977. Brasília, BACEN, 1978. p. 59.

"milagre". Para efeito da análise desenvolvida neste capítulo, os HM serão desdobrados de forma a ressaltar a distribuição dos recursos monetários entre as Autoridades Monetárias e os Bancos Comerciais. Tal expediente permitirá a visualização da elevação dos depósitos compulsórios em moeda no período, quando, além da queda dos HM em relação ao PIB, cai a participação dos Bancos Comerciais no total dos HM.

Quadro 28

HAVERES FINANCEIROS

(1973-78)

(Saldo-Cr\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	HM (1)	HFNM (2)	HF (3) = (1) + (2)
1973	93 888	122 846	216 734
1974	125 345	166 509	291 854
1975	179 922	285 991	465 913
1976	248 976	435 970	684 946
1977	343 223	674 340	1 017 563
1978	484 609	1 058 873	1 543 482

FONTE: Boletim BACEN

Os recursos monetários das Autoridades Monetárias - AM, correspondem ao papel-moeda em circulação fora das AM, aos depósitos (voluntários e compulsórios em moeda) dos bancos comerciais nas AM e aos depósitos à vista no Banco do Brasil. Os recursos monetários dos Bancos Comerciais, por outro lado, correspondem aos depósitos à vista nos bancos comerciais, devidamente deduzidos de seu caixa em papel-moeda e de seus depósitos voluntários e compulsórios em moeda nas AM.

## Quadro 29

HF / PIB(1973-78) <sup>(1)</sup>

(%)

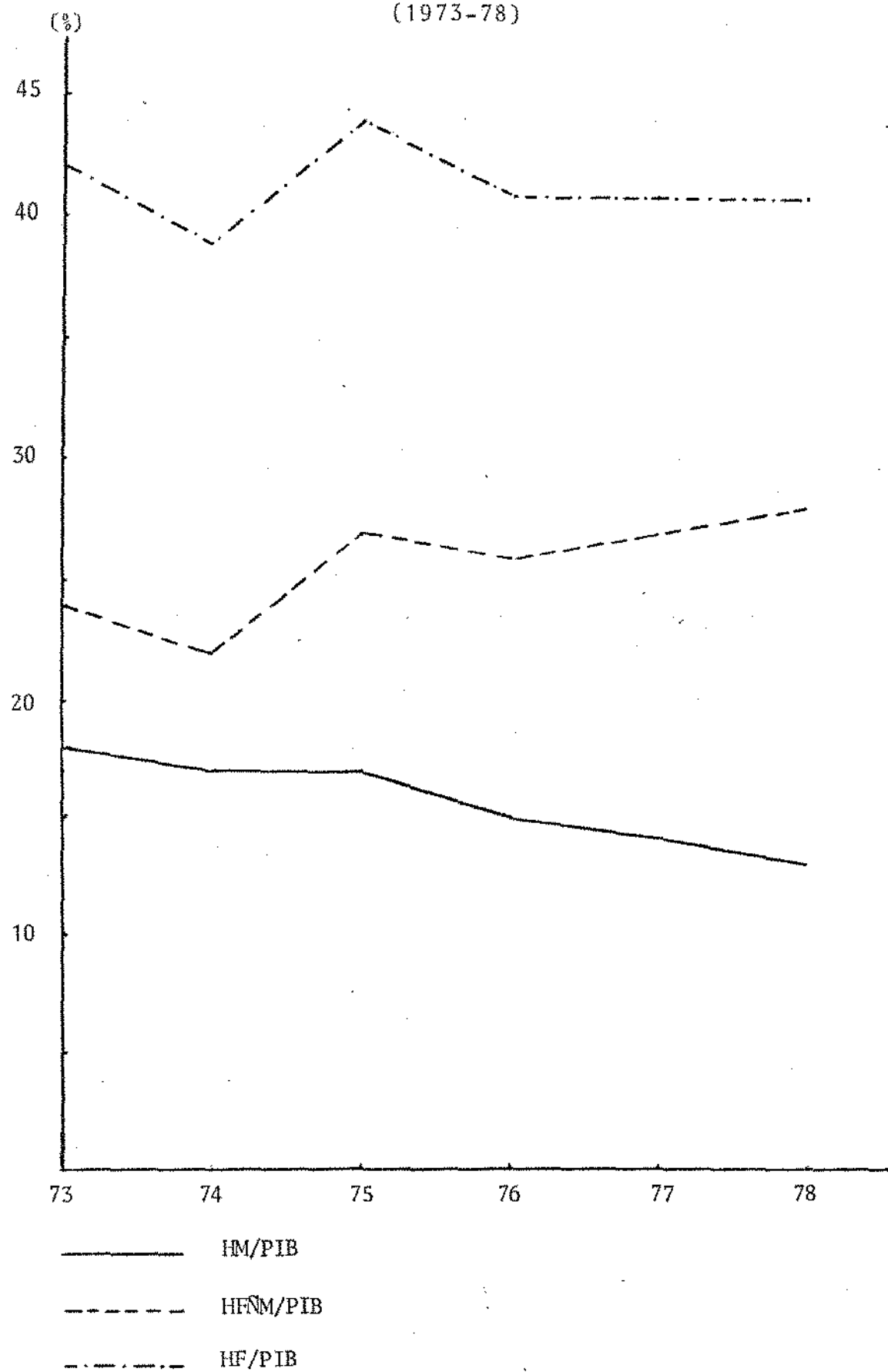
PERÍODO	HM/PIB	HFNM/PIB	HF/PIB
1973	18	24	42
1974	17	22	39
1975	17	27	44
1976	15	26	41
1977	14	27	41
1978	13	28	41

(1) Saldos em Final de Período/Fluxos.

A título de ilustração, tomando os valores do final de 1973, tornaremos compatível o Quadro 16 do primeiro capítulo com o Quadro 30 desdobrado nos Quadros 31 e 32. No Quadro 16, os Ha-veres Monetários no Final de 1973, Cr\$ 94 bilhões, subdividem-se em Cr\$ 16 bilhões de papel-moeda em poder do público e Cr\$ 78 bilhões de depósitos à vista. Já no Quadro 30, os HM subdividem-se entre Cr\$ 41 bilhões de recursos das AM, Cr\$ 50 bilhões de recursos dos Bancos Comerciais e Cr\$ 3 bilhões de outras instituições (CEF, CEE e BNCC).

As Autoridades Monetárias, além do papel-moeda em poder do público (Cr\$ 16 bilhões), mantêm ainda em circulação o papel-moeda em caixa dos bancos comerciais (Cr\$ 2 bilhões), totalizando Cr\$ 18 bilhões de papel-moeda fora das AM. Somando-se os depósitos dos bancos comerciais nas AM (Cr\$ 8 bilhões) e os depósitos à vista no Banco do Brasil (Cr\$ 15 bilhões), tem-se os Cr\$ 41 bilhões de recursos monetários das Autoridades Monetárias.

Gráfico 16  
HAVERES FINANCEIROS/PIB  
(1973-78)



## Quadro 30

HAVERES MONETÁRIOS - VALORES

(1973-78)

(Saldos - Cr\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	AUTORIDADES MONETÁRIAS	BANCOS COMERCIAIS	OUTROS (1)	TOTAL
1973	40 776	49 714	3 398	93 888
1974	54 202	66 586	4 557	125 345
1975	73 934	98 499	7 489	179 922
1976	110 752	125 754	12 470	248 976
1977	166 863	158 380	17 980	343 223
1978	241 823	220 832	21 954	484 609

Fonte: Boletim BACEN

(1) CEF, CEE e BNCC.

## Quadro 31

HAVERES MONETÁRIOS - AUTORIDADES MONETÁRIAS

(1973-78)

(Saldos - Cr\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	PAPEL-MOEDA EM CIRCULAÇÃO	DEPÓSITOS DOS BCOM NAS AM	DEPÓSITOS A VISTA NO BB	TOTAL
1973	18 384	7 761	14 631	40 776
1974	23 199	10 322	20 681	54 202
1975	34 111	12 348	27 475	73 934
1976	50 017	23 856	36 879	110 752
1977	69 966	51 862	45 035	166 863
1978	101 744	78 087	61 992	241 823

Fonte: Boletim BACEN



## Quadro 32

HAVERES MONETÁRIOS - BANCOS COMERCIAIS

(1973-78)

(Saldos - Cr\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	DEPÓSITOS A VISTA NOS BCOM (1)	CAIXA DOS BANCOS COMERCIAIS (2)	DEPÓSITOS DOS BCOM NAS AM (3)	TOTAL (1) - (2) - (3)
1973	59 432	1 957	7 761	49 714
1974	79 300	2 392	10 322	66 586
1975	113 927	3 080	12 348	98 499
1976	153 434	3 824	23 856	125 754
1977	215 003	4 761	51 862	158 380
1978	306 590	7 671	78 087	220 832

Fonte: Boletim BACEN

Como do total de Cr\$ 60 bilhões de depósitos à vista nos bancos comerciais, Cr\$ 2 bilhões correspondem ao papel-moeda em caixa e Cr\$ 8 bilhões a depósitos nas AM, os recursos monetários que se encontram sob responsabilidade dos bancos comerciais somam Cr\$ 50 bilhões.

Através do Quadro 33 pode-se notar uma queda relativa da participação dos bancos comerciais no total dos HM a partir do final de 1975, de 55% para 46% em 1978. A alteração na composição dos HM entre recursos das AM e recursos dos bancos comerciais é consequência direta da Política Monetária do período, em busca do controle da inflação e do equilíbrio do balanço de pagamentos.

Até 1975 as AM liberavam percentuais dos depósitos compulsórios para empréstimos subsidiados e, principalmente, facultavam o recolhimento em títulos federais de 55% dos depósitos com-

pulsórios. A Resolução nº 375 de 09.04.76 elevou o compulsório de 27% para 33% para as regiões desenvolvidas; em 21.07.76 a Resolução nº 382 eleva novamente o compulsório para 35% e, finalmente, as Resoluções nºs 388 e 390 de 15.09.76 modificam a estrutura de recolhimento e estabelecem que os acréscimos dos depósitos compulsórios não poderiam mais ser convertidos em títulos federais. Foram realizadas ainda várias alterações na forma de cálculo do compulsório e elevou-se temporariamente em 19.10.77, através da Resolução 446 (autorizada pelo Decreto-Lei 1.580 de 18.10.77), os depósitos compulsórios de 35% para 40%.<sup>(1)</sup>

### Quadro 33

#### HAVERES MONETÁRIOS - PARTICIPAÇÃO RELATIVA

(1973-78)

(%)

FINAL DE PERÍODO	AM	BCOM	OUTROS	TOTAL
1973	43	53	4	100
1974	43	53	4	100
1975	41	55	4	100
1976	44	51	5	100
1977	49	46	5	100
1978	50	46	4	100

Calculado a partir dos saldos em final de período.

A elevação do compulsório em moeda, tanto pela taxa de recolhimento total como pela elevação da parcela do compulsório

(1) BACEN - Depósitos Compulsórios: Retrospectiva e Avaliação. São Paulo, DESPA/REPEC/BACEN (mimeo), 1979.

recolhida em moeda, fez com que os depósitos compulsórios em moeda passassem de 3% em fins de 1973 para 21% do total dos depósitos a vista do sistema bancário em fins de 1978 (ver Quadro 34).

O Quadro 35 e o Gráfico 17 nos mostram o comportamento dos Haveres Monetários das AM e dos bancos comerciais em relação ao PIB. Os recursos monetários das AM, que representavam 8% do PIB de 1973, correspondem a 6% do PIB de 1978; os recursos monetários dos bancos comerciais, 10% do PIB de 1973, são atingidos em maior proporção, reduzindo-se para 6% do PIB de 1978. O total de HM (inclusive os recursos das CEF, CEE e BNCC) em relação ao PIB passam então dos 18% do PIB de 1973 para 13% do PIB de 1978.

No primeiro Capítulo da Tese, vimos que os HM, estáveis durante o período do "Plano de Metas" (22% do PIB), na desaceleração econômica e recrudescimento inflacionário de meados dos anos sessenta, reduzem-se em relação ao Produto e, dadas as transformações na intermediação financeira, estabilizam-se a 17% do PIB no período do "milagre". Entre 1974 e 1978, neste novo período em que se inicia a crise pós-"milagre", particularmente de 1976 em diante, os HM apresentam novo decréscimo em relação ao PIB, para representarem 13% do Produto em 1978. Ou seja, a relação HM/PIB, estável nos períodos de aceleração do crescimento (56-61 e 68-73) é decrescente nos dois períodos de crise (62-67 e pós-73).

## 2.2 - HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS (1974-78)

Em 1973, após a desenfreada acumulação de ativos financeiros que acompanhou o "milagre", os HFNM representavam 24% do

Quadro 34  
DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS  
 (1973-78)

FINAL DE PERÍODO	COMPULSÓRIO EM MOEDA (SALDOS) (Cr\$ milhões) <sup>(1)</sup>	DEPÓSITOS A VISTA NOS BCOM (SALDOS) (Cr\$ milhões) <sup>(2)</sup>	(1) / (2) (%)
1973	5 294	59 432	9
1974	4 154	79 300	5
1975	3 733	113 927	3
1976	16 086	153 434	10
1977	39 064	215 003	18
1978	64 998	306 590	21

Fonte: Boletim BACEN

Quadro 35  
 HM / PIB<sup>(1)</sup>  
 (1973-78)

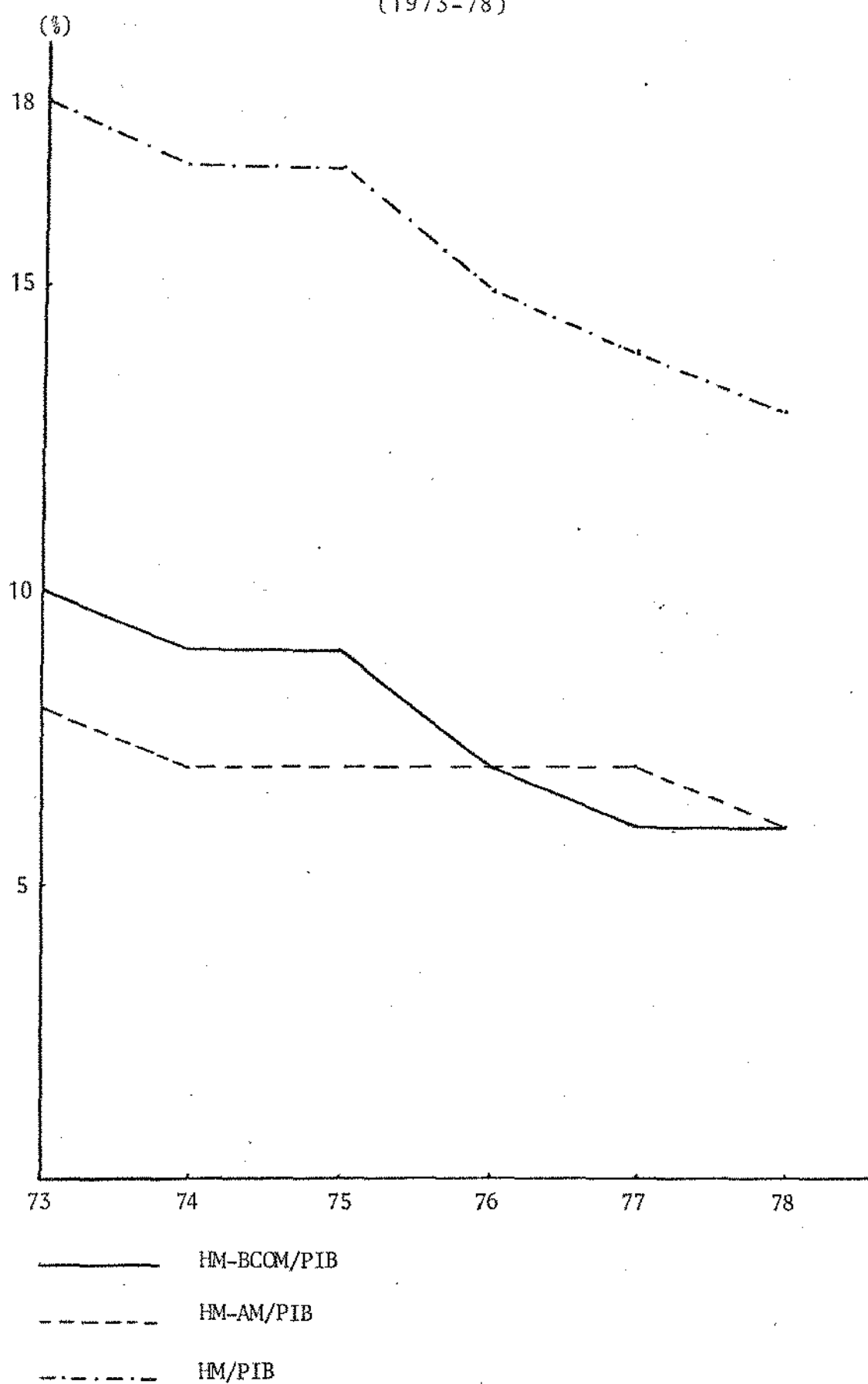
(%)

PERÍODO	HM-AM / PIB	HM-BCOM / PIB	HM / PIB <sup>(2)</sup>
1973	8	10	18
1974	7	9	17
1975	7	9	17
1976	7	7	15
1977	7	6	14
1978	6	6	13

(1) SalDOS em final de período/fluxos.

(2) Inclui HM das CEF, CEE e BNCC.

Gráfico 17  
HAVERES MONETÁRIOS/PIB  
(1973-78)



Produto Interno Bruto. Embora com oscilações, a acumulação dos HFNM prossegue neste período para alcançar 28% do PIB em 1978. Entretanto, como salientamos, da mesma forma que no período 1962-67, o desenvolvimento dos HFNM dá-se concomitantemente à retração dos Haveres Monetários. Ou seja, os Haveres Financeiros, como soma dos Haveres Financeiros Não-Monetários e dos Haveres Monetários, que representavam 42% do PIB de 1973, representam em 1978, 41% do PIB. Enquanto os HFNM passam de 24% para 28% do PIB, os HM, estáveis em 17% do PIB durante o "milagre" (18% em 1973), reduzem-se para 13% do PIB em 1978.

Sem alterar a relação HF/PIB, como na crise dos anos sessenta, altera-se a estrutura financeira. A relação HFNM/HF entre 1974 e 1978 eleva-se de 57% para 69%, "substituindo-se" HM por HFNM numa relação estável entre os Haveres Financeiros e o PIB (ver Quadro 36 e Gráfico 18).

Quadro 36

HFNM/HF  
(1973-78)

(%)

FINAL DE PERÍODO	HFNM/HF	FINAL DE PERÍODO	HFNM/HF
1973	57	1976	64
1974	57	1977	66
1975	61	1978	69

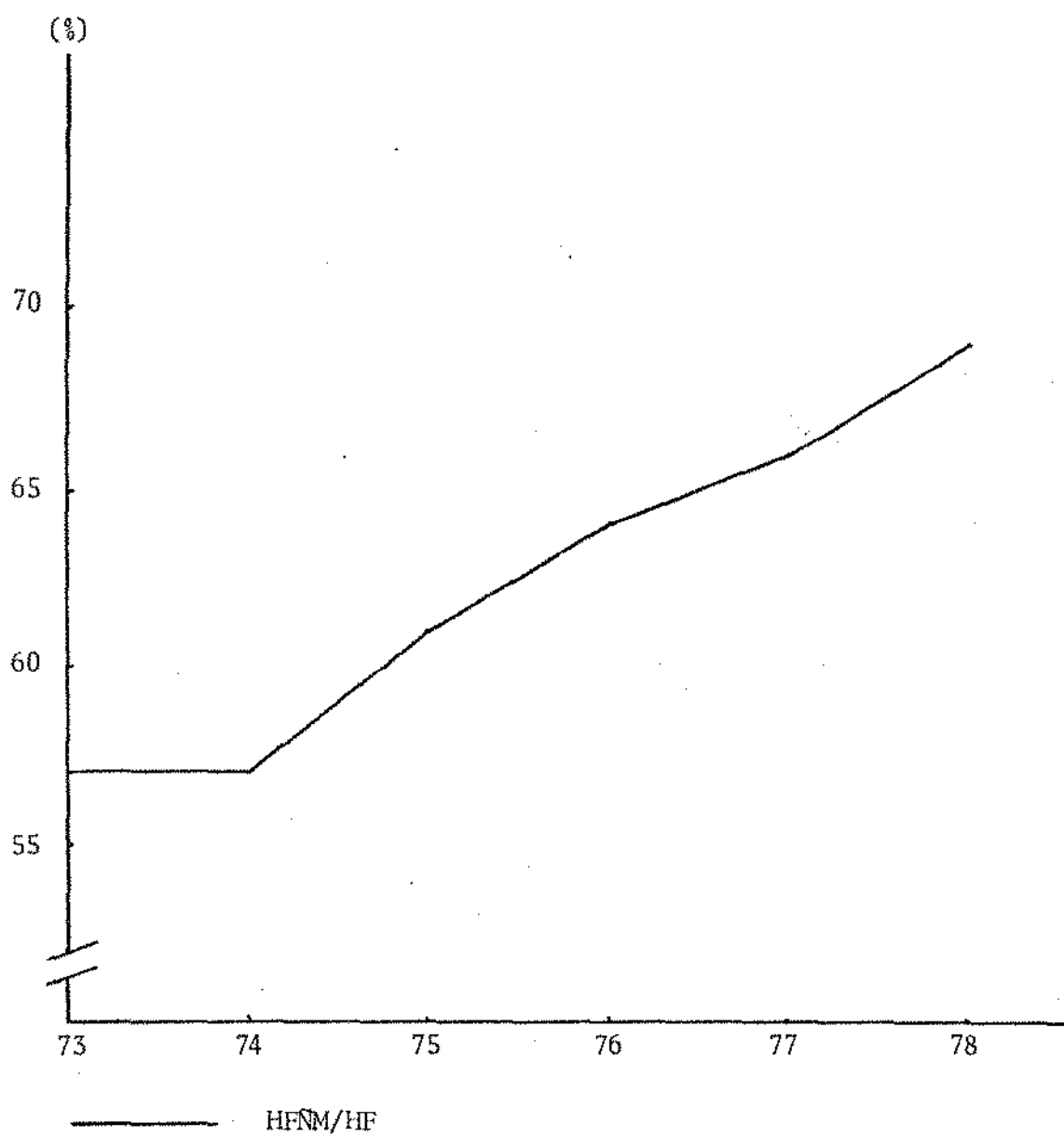
Calculado a partir dos saldos em final de período.

A acumulação dos HFNM acima da taxa de crescimento do Produto acompanha, nesse caso, a contração dos Haveres Monetários.

Gráfico 18

 $\frac{HFM}{HF}$ 

(1973-78)



Entre 1974 e 1978, assim como entre 1962 e 1967, a economia absorve a contração monetária através da expansão dos Haveres Financeiros Não-Monetários.

Em relação à Dívida Mobiliária Interna Federal, especificamente, separam-se os movimentos entre o crescimento da dívida interna e a expansão do endividamento externo. Segundo Conceição Tavares:

"O circuito financeiro anteriormente descrito tem seu primeiro movimento na emissão de títulos primários da dívida pública que se destina a aceitar os 'desequilíbrios' nas contas monetárias do Tesouro, particularmente aqueles provenientes do endividamento externo. A correlação entre o crescimento da dívida interna e a expansão do endividamento externo se mantém de 1968 até 1974. Tanto o peso quanto o incremento de ambas as dívidas revelam uma 'boa' absorção financeira do crédito externo até 1974, embora à custa da manutenção de um diferencial de taxas de juros (entre o mercado financeiro e o mercado de eurodólares).

"A partir de 1974, com o aprofundamento da crise de liquidez internacional e o agravamento da recessão interna, os dois movimentos se separam, havendo evasão líquida de divisas. Inicia-se, então, um movimento 'autônomo', de Letras do Tesouro, tanto para fazer frente às obrigações de resgate da dívida primária pública já emitida, quanto para compensar os desequilíbrios temporários de



caixa do Tesouro, provenientes da crise de crédito geral que acompanha inexoravelmente a recessão." (1)

Na estrutura dos HFNM, cabe destacar que os títulos públicos continuam a representar uma "base financeira" para o desenvolvimento dos HFNM com as ORTN e as LTN mantendo sua participação relativa de aproximadamente 1/3 dos HFNM (ver Quadros 37 e 38).

Na absorção da Dívida Pública, a participação das instituições públicas e dos bancos comerciais varia no decorrer do período de 60% a 77%, considerando-se as AM, o BNH, a CEF, o BNDE e os bancos comerciais, além das entidades públicas não-financeiras (ver Quadro 39 e 40):

As maiores alterações na estrutura interna dos HFNM no período ficaram por conta da queda relativa das letras de câmbio e do fortalecimento dos depósitos de poupança. A partir do Quadro 40 e do Gráfico 19, que nos apresentam os ativos em relação ao PIB, discriminadamente, também pode-se notar a perda da importância das letras de câmbio. As letras de câmbio, que atravessam o "milagre" em constante expansão em relação ao PIB, passam de 6,8% do PIB de 1973 para 3,5% do PIB em 1978. Com a desaceleração econômica, as letras de câmbio entram em franca queda, dada sua

---

(1) TAVARES, M. C. "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente" in BELLUZZO, L. G. M. e COUTINHO, R. (orgs.) Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2. São Paulo, Brasiliense, 1983. pp. 134-5

estreita relação com o consumo de bens duráveis, que teve seu período de esplendor nos anos do "milagre".

A contrapartida da queda da relação letras de câmbio/HFNM é representada pela expansão dos depósitos de poupança que apresentam a maior taxa de crescimento no período, passando a representar 27% do total dos HFNM em 1978. Em relação ao PIB, os depósitos de poupança e as letras imobiliárias, que representavam 4,1% do PIB em 1973, alcançam 8,0% do PIB de 1978.

#### Quadro 37

#### HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS - VALORES

(1973-78)

(SalDOS - Cr\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	POUPANÇA E LETRAS IMOBILIÁRIAS	PRAZO FIXO	LETRAS DE CÂMBIO	ORTN E LTN (1)	TOTAL (2)
1973	20 639	25 811	34 820	38 344	122 846
1974	37 212	33 471	42 608	47 801	166 509
1975	64 171	54 568	55 870	97 548	285 991
1976	117 318	73 132	68 401	153 889	435 970
1977	188 089	133 054	81 580	240 492	674 340
1978	299 589	226 457	128 312	357 850	1 058 873

Fonte: Boletim BACEN

(1) Inclusive OTN.

(2) Inclusive Títulos Estaduais e Municipais.

Quadro 38

HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS - PARTICIPAÇÃO RELATIVA

(1973-78)

(%)

FINAL DE PERÍODO	POUPANÇA E LETRAS IMOBILIÁRIAS	PRAZO FIXO	LETRAS DE CÂMBIO	ORTN E LTN	TOTAL <sup>(1)</sup>
1973	17	21	28	31	100
1974	22	20	26	29	100
1975	22	19	20	34	100
1976	27	17	16	35	100
1977	27	20	12	36	100
1978	28	21	12	34	100

Calculado a partir dos Saldos em Final de Período.

(1) Inclusive Títulos Estaduais e Municipais.

Quadro 39

ORTN E LTN <sup>(1)</sup> - PRINCIPAIS TOMADORES-VALORES

(1973-78)

(Saldos - Cr\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	AUTORIDADES MONETÁRIAS	BNH + CEF + BNDE	BANCOS COMERCIAIS		ENTIDADES PÚBLICAS NÃO-FINANCEIRAS	OUTROS	TOTAL
			Compulsório	Voluntário			
1973	6 267	5 708	7 105	4 431	3 423	11 410	38 344
1974	2 319	10 473	9 357	6 831	5 704	13 086	47 770
1975	19 672	19 983	13 255	10 180	12 085	22 337	97 512
1976	12 562	22 970	20 329	20 158	29 325	48 457	153 801
1977	42 966	27 910	28 164	25 108	28 027	88 216	240 391
1978	54 026	57 864	31 137	39 784	32 466	142 277	357 554

Fonte: Boletim BACEN

Balanços do Banco do Brasil

(1) Não inclui OTN.

Quadro 40

ORTN E LTN - PRINCIPAIS TOMADORES - PARTICIPAÇÃO RELATIVA

(1973-78)

(%)

FINAL DE PERÍODO	AUTORIDADES MONETÁRIAS	BNH + CEF + BNDE	BANCOS COMERCIAIS		ENTIDADES PÚBLICAS NÃO-FINANCEIRAS	OUTROS	TOTAL
			Compulsório	Voluntário			
1973	16	15	19	12	9	29	100
1974	5	22	20	14	12	27	100
1975	20	20	14	10	13	23	100
1976	8	15	13	13	19	32	100
1977	18	12	12	10	12	36	100
1978	15	16	9	11	9	40	100

Calculado a partir dos saldos em final de período.

Quadro 41

HFNM/PIB<sup>(1)</sup> - ATIVOS DISCRIMINADOS

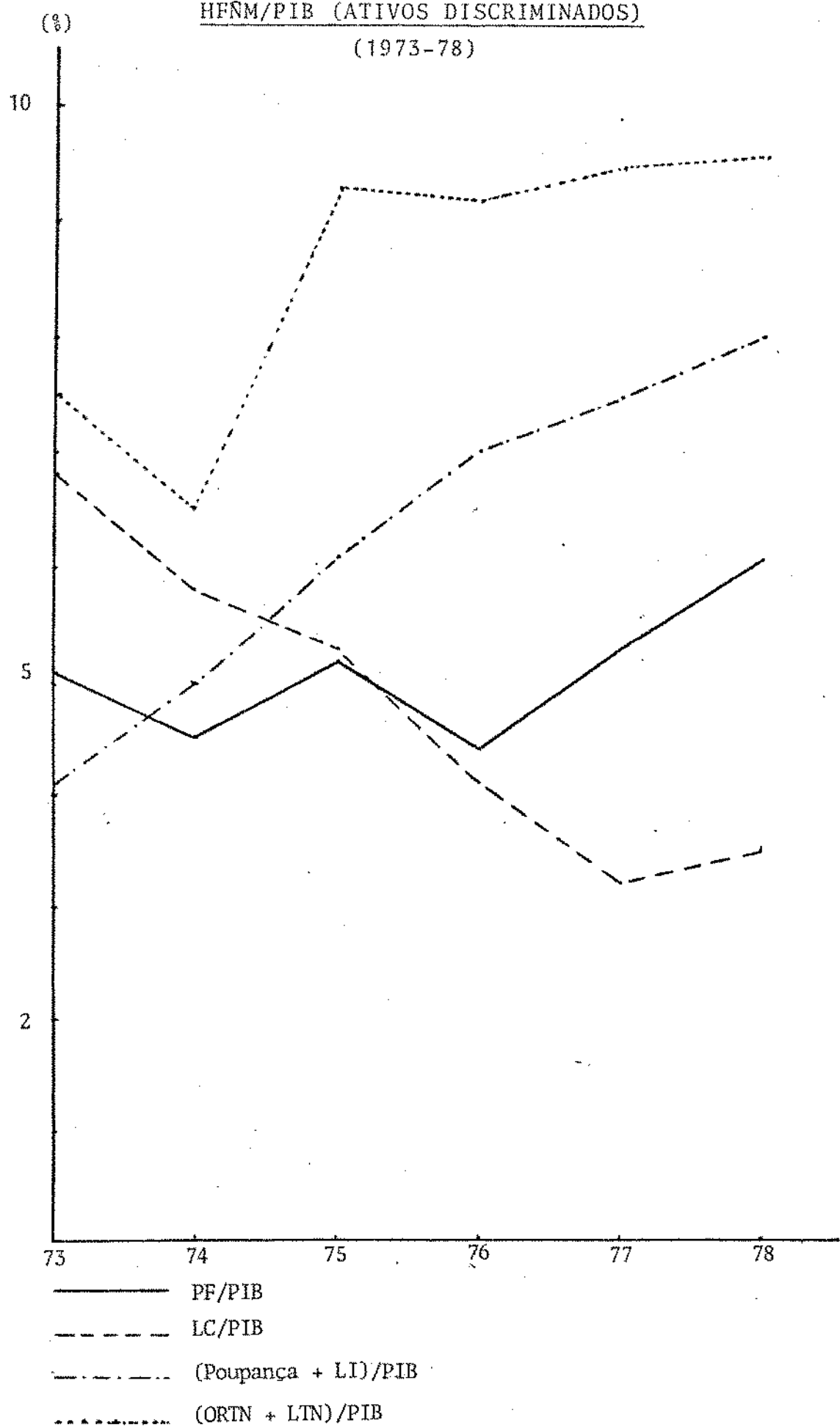
(1973-78)

(%)

PERÍODO	(POUPANÇA + LI)/PIB	PF/PIB	LC/PIB	(ORTN + LTN)/PIB
1973	4,1	5,1	6,8	7,5
1974	5,0	4,5	5,8	6,5
1975	6,1	5,2	5,3	9,3
1976	7,0	4,4	4,1	9,2
1977	7,5	5,3	3,2	9,5
1978	8,0	6,1	3,5	9,6

(1) Saldo em final de período/fluxos.

Gráfico 19  
HFNM/PIB (ATIVOS DISCRIMINADOS)  
(1973-78)



### 3 - POLÍTICA E AUTORIDADES MONETÁRIAS (1974-78)

Durante o período do "milagre", o Brasil tinha acumulado uma dívida externa de US\$ 8,0 bilhões em empréstimos em moeda (incluindo insignificantes bônus) mas mantinha, em fins de 1973, US\$ 6,4 bilhões intactos em reservas internacionais, sendo que os empréstimos em moeda já haviam se alimentado dos juros relativos a estes dólares "estêreis". O Brasil estava então absorvendo parte da liquidez internacional, remunerando um capital financeiro externo correspondente a 10% do seu produto (considerando-se apenas os empréstimos em moeda) e reaplicando o mesmo capital, a taxas de juros evidentemente inferiores, no próprio mercado financeiro internacional.

Em relação aos ativos internos, acumularam-se Haveres Financeiros não-monetários que de 7% do PIB de 1967, passam a 24% do PIB em 1973, numa estrutura montada a partir da Dívida Pública Federal Interna (1/3 dos HFNM). As Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN e as Letras do Tesouro Nacional - LTN, em 1973, eram absorvidas em 62% pelas próprias AM, pelo BNH, CEF e pelos bancos comerciais, sendo que, como recursos captados pelas Autoridades Monetárias, correspondiam (como contrapartida) às próprias reservas internacionais. As reservas internacionais, à taxa de venda, representavam então Cr\$ 40 bilhões e a Dívida Interna Mobiliária Federal em circulação Cr\$ 38 bilhões.

Como o fluxo de empréstimos externos convertidos em reservas e as aplicações em títulos públicos federais e demais HFNM estavam relacionados à diferença entre as taxas de juros interna-

cional e doméstica, a acumulação de ativos internos e a dívida externa acabavam por alimentarem-se reciprocamente.

Tendo como "base" o circuito financeiro internacional e a estrutura financeira nacional montada a partir da Dívida Pública Interna, a cumulação financeira, durante o "milagre", processou-se de forma totalmente anômala. A relação entre o movimento internacional do capital financeiro e a nossa estrutura financeira manifesta-se, durante o "milagre", na desenfreada acumulação financeira que, em apenas seis exercícios, elevou os HFN e o Endividamento Externo em Moeda de 9% para 34% do Produto Interno Bruto.

Conforme a introdução do nosso trabalho, a economia brasileira apresentaria os primeiros sinais de uma nova crise, já no final de 1973, com o declínio da taxa de acumulação no setor de duráveis. O setor de bens de produção ainda se encontraria em expansão dadas as decisões de investir tomadas no auge do "milagre". Paulatinamente, o setor privado diminui seu ritmo de investimentos enquanto o Estado, através do II PND, sustenta o investimento produtivo procurando emendar o "milagre" com um novo período de expansão econômica baseado no desenvolvimento do setor de bens de produção e insumos básicos.

A crise internacional será responsável pela retirada dos parceiros internacionais deste projeto megalômano e, dadas a crise econômica interna e as limitações impostas ao Estado pelo próprio Sistema, já em 1975 a taxa de crescimento econômico passa para 5,6% (14% em 1973). Entre 1974 e 1978, a economia brasileira en-

frentará fortes oscilações em sua taxa de crescimento que, depois de atingir 9,7% em 1976, cai novamente para 4,8% em 1978.

Acompanhando as altas taxas de crescimento do "milagre" dada a relação do Circuito Financeiro Internacional com a Estrutura Financeira Interna, os HFNM em relação ao PIB, crescem de 7% em 1967 para 24% em 1973. Neste mesmo período, os HM mantêm-se estáveis em relação ao Produto e os Haveres Financeiros, como soma dos HM e dos HFNM, passam de 25% do PIB de 1967 para 42% do PIB de 1973.

Com a desaceleração econômica que se segue ao "milagre" e a Política Monetária e Creditícia adotada depois de 1975, os HF que representavam 42% do PIB de 1973, representarão 41% em 1978.

Não só desacelera-se a economia brasileira, como desfaz-se a relação entre a Dívida Externa e a Dívida Interna intermediada pela acumulação de reservas internacionais. A Dívida Externa em Moeda, crescendo de US\$ 8,0 bilhões em fins de 1973 para US\$ 31,9 bilhões em fins de 1978, passa de 10% do PIB de 1973 para 18% do PIB de 1978. As reservas internacionais, contudo, decrescem num primeiro momento de US\$ 6,4 bilhões em fins de 1973 para US\$ 4,0 bilhões em fins de 1975 e, posteriormente, sua elevação para US\$ 11,9 bilhões em fins de 1978, seria acompanhada pela captação de recursos externos pelas próprias Autoridades Monetárias e por recolhimentos compulsórios e voluntários de Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras.



### 3.1 - POLÍTICA MONETÁRIA, ESTRUTURA FINANCEIRA E TAXA DE JUROS (1974-78)

A política monetária e creditícia adotada a partir de 1976, de caráter fortemente restritivo, com elevação dos depósitos compulsórios e liberação das taxas de juros, foram tomadas dentro de uma perspectiva recessiva que propiciasse o equilíbrio da Balança Comercial e, ao mesmo tempo, garantisse internamente o ingresso dos capitais externos autônomos que fluíam do exterior, dada a elevada liquidez internacional no período. Segundo o Relatório Anual do Banco Central do Brasil de 1976:

"A maior captação de recursos no exterior foi fortemente incentivada à medida que o custo para a tomada de financiamentos com recursos internos se elevava, por efeito das liberações das taxas cobradas nas operações ativas dos bancos de investimento e Financeiras, e do estabelecimento de novos tetos máximos de juros para as operações comerciais dos estabelecimentos bancários. A entrada de recursos externos seria reforçada, ainda mais, após a liberação das taxas para financiamento de bens e serviços, cobradas pelos bancos comerciais, objeto da Resolução nº 389, de 15.09.76." (1)

Se, internamente, contraía-se o crédito e liberavam-se as taxas de juros, deve-se considerar ainda que a taxa real de

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1976. Brasília, BACEN, 1977. pp. 63-64.

juros internacional no período era negativa e que o dólar sofria fortes desvalorizações no mercado internacional, propiciando menores desvalorizações do cruzeiro frente à moeda americana, o que, por sua vez, reduzia internamente os custos financeiros dos empréstimos externos.

Em 1977, para uma inflação anual interna de 42,7%, o cruzeiro foi desvalorizado em 32,5% em relação ao dólar.

"A taxa de câmbio da moeda nacional, relativamente ao dólar americano, foi depreciada em 32,5%, em relação ao ano de 1976, dentro do sistema de minidesvalorizações. Considerando-se o fato de a moeda norte-americana ter-se desvalorizado frente às moedas dos países industrializados e importantes parceiros comerciais do Brasil, entre eles a Alemanha e o Japão, a valorização das moedas desses dois países parece ter influenciado de forma positiva as exportações brasileiras." (1)

Para uma inflação brasileira de 38,7% em 1978, a desvalorização do cruzeiro em relação ao dólar situou-se em 27,8%. Frente à cesta de moedas - DES (que inclui a moeda americana), entretanto, o cruzeiro desvalorizou-se em 37,0% (considere-se ainda a inflação dos países industrializados de 7,2% no período).

Os efeitos da redução dos custos financeiros dos emprés-

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1977. Brasília, BACEN, 1978. pp. 149-50.

timos externos podem ser visualizados pela evolução do endividamento externo em moeda; os efeitos da contenção do crédito doméstico, por sua vez, são facilmente visualizados na queda da relação HM/PIB e na estabilização da relação HF/PIB (durante o "milagre" a relação HM/PIB havia se mantido estável e a relação HF/PIB apresentara elevadíssimo crescimento).

Os empréstimos dos bancos comerciais, de investimento e das financeiras, exclusive repasses externos na forma da Resolução 63 (bancos comerciais e de investimento) que haviam apresentado altas taxas de crescimento no "milagre", passam a apresentar decréscimo relativo ao Produto Interno Bruto (ver Quadro 42). Em relação à estrutura financeira destas entidades, a contração monetária com queda dos HM em relação ao PIB, agravada pela redução da participação dos bancos comerciais no total dos HM (elevação dos depósitos compulsórios em moeda), alteram a distribuição dos recursos das instituições financeiras entre recursos não remunerados (HM) e recursos remunerados (HFM e repasses oficiais).

Se, por um lado, a política de ajuste monetário do balanço de pagamentos contraia a moeda e liberava as taxas de juros do segmento livre do mercado, por outro, as alterações na estrutura passiva das instituições financeiras, reflexo desta própria política, acabaram por constituir, concretamente, um elemento estrutural de elevação das taxas de juros.

A redução dos Haveres Monetários na estrutura passiva dos bancos comerciais não atinge somente estes, visto que as instituições bancárias passam a concorrer mais fortemente com os

bancos de investimento e as financeiras na captação dos recursos financeiros não-monetários. Os recursos monetários dos bancos comerciais (líquidos da caixa e dos depósitos nas AM) reduzem-se frente aos empréstimos dos bancos comerciais (exclusive repasses externos) de 63% em 1973 para 39% em 1978. Frente ao total dos empréstimos dos bancos comerciais, de investimentos e financeiras, os recursos monetários dos bancos comerciais passam de 38% em 1973 para 24% em 1978 (Quadro 43 e Figura 20). O total de empréstimos dos bancos comerciais, de investimento e financeiras, que reduzem-se frente ao PIB, decola do crescimento dos recursos monetários dos bancos comerciais e as instituições financeiras passam, cada vez mais, a emprestar com recursos remunerados, notadamente depósitos a prazo, repasses oficiais e recursos externos.

## Quadro 42

EMPRÉSTIMOS DOS BANCOS COMERCIAIS, BANCOS DE INVESTIMENTO E FINANCEIRAS(EXCLUSIVE REPASSES DA R. 63)

(1973-78)

PERÍODO	EMPRÉSTIMOS (Cr\$ milhões) <sup>(1)</sup>				EMPRÉSTIMOS/PIB (4) (%)
	B. Coms <sup>(2)</sup>	B. Invest. <sup>(3)</sup>	Financeiras	Total	
1973	71 617	22 669	35 964	130 250	26
1974	103 199	31 151	44 984	179 334	24
1975	157 413	50 783	60 113	268 309	26
1976	233 141	76 505	77 511	387 157	23
1977	354 252	121 361	99 170	574 783	23
1978	560 107	183 484	161 384	904 975	24

Fonte: Boletim BACEN

(1) Saldos em final de período.

(2) Operações de crédito - (R. 63 - Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras).

(3) Empréstimos - Repasses da R. 63.

(4) Saldos/Fluxos.

Enquanto que no período do "milagre" a acumulação financeira decola das altas taxas de crescimento do produto, alterando a estrutura financeira (a relação HFNM/HF passa de 27% em 1967 para 57% em 1973), com a desaceleração econômica e a política monetária adotada, os Haveres Financeiros estabilizam-se em relação ao PIB e a alteração da estrutura financeira, com o crescimento dos HFNM e a contração dos HM em relação ao PIB, necessariamente se traduz na elevação da taxa de juros.

Em crise de desaceleração econômica, a inflação recrudescer e a substituição de HM por HFNM é sancionada pela própria política monetarista, preocupada sempre em reprimir a "demanda inflacionária" e ajustar "monetariamente" o balanço de pagamentos. Garantindo a acumulação financeira face à desaceleração da acumulação produtiva, acaba constituindo, através da elevação da taxa de juros, um componente autônomo de realimentação inflacionária.

#### Quadro 43

HM - BOOM / EMPRÉSTIMOS (EXCLUSIVE REPASSES DA R. 63)

(1973-78)

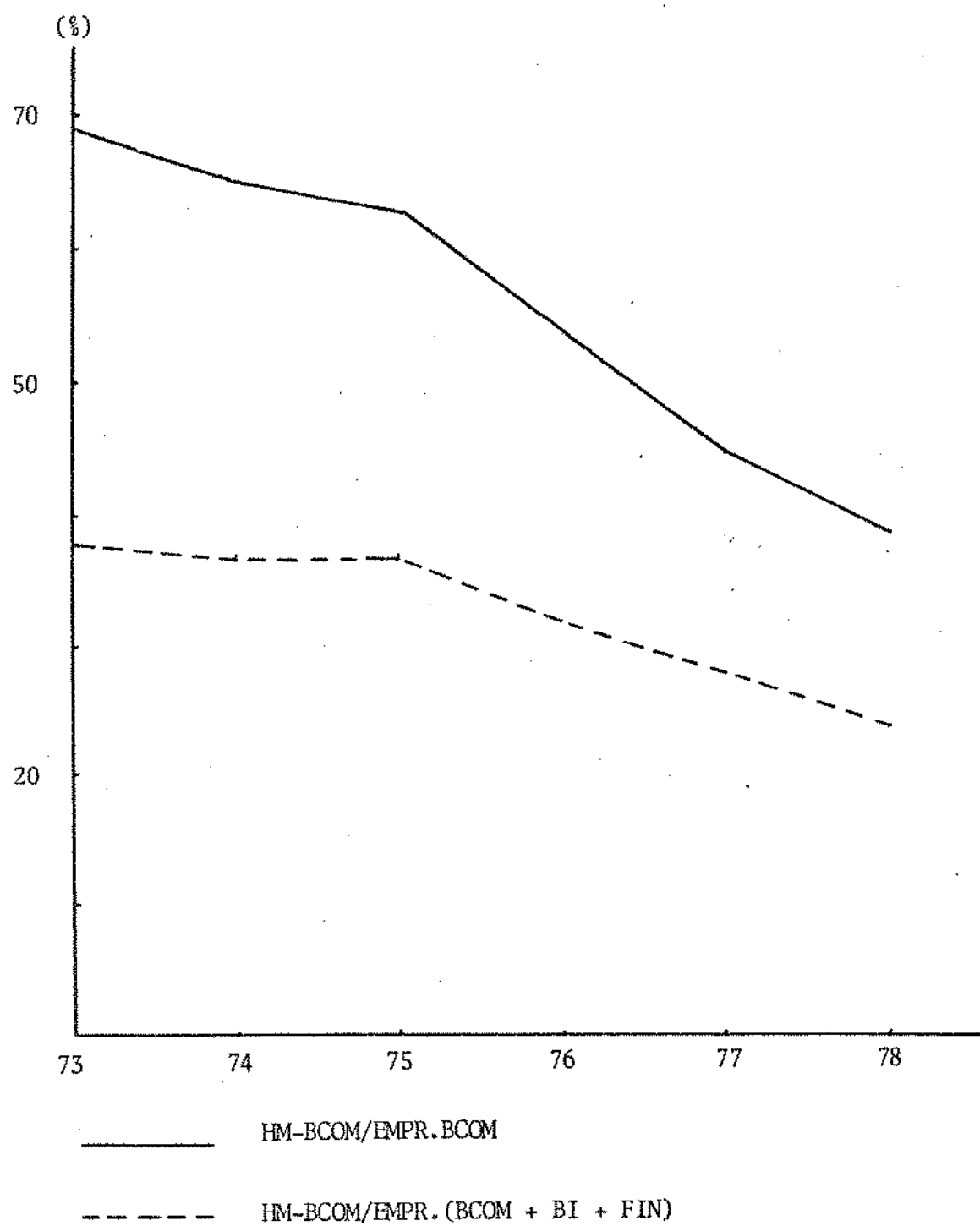
(SalDOS)

FINAL DE PERÍODO	HM - BOOM (Cr\$ milhões) (1)	(HM - BOOM) / EMPRÉSTIMOS (%)	
		BOOM	BOOM + BI + FIN (2)
1973	49 714	69	38
1974	66 586	65	37
1975	98 499	63	37
1976	125 754	54	32
1977	158 380	45	28
1978	220 832	39	24

(1) Ver Quadro 32.

(2) Não estão sendo considerados os encaixes dos Bancos de Investimentos e das Financeiras.

Gráfico 20  
HM-BCOM/EMPRESSIMOS<sup>(1)</sup>  
(1973-78)



(1) Exclusive repasses da R.63

### 3.2 - A DECOMPOSIÇÃO DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS (1974-78)

O presente item tem como objeto de análise, o impacto da política monetária do período nas próprias Autoridades Monetárias. Penetrar no emaranhado das contas monetárias brasileiras (Banco Central do Brasil e Banco do Brasil S.A.), constitui uma aventura em si mesma desencorajadora. O abuso de jogos contábeis faz com que a grande maioria dos técnicos e acadêmicos simplesmente desista de consultá-las.

Não nos seria possível analisar o impacto da política monetária nas Autoridades Monetárias sem enfrentar o árduo trabalho (tanto para o pesquisador como para o leitor) de estudar as contas das Autoridades Monetárias. A inclusão pormenorizada destas contas no corpo da Tese, justifica-se também pela própria obscuridade que caracteriza a contabilidade das Autoridades Monetárias brasileiras.<sup>(1)</sup>

Procuraremos decompor as contas das Autoridades Monetárias, apresentando o total de suas aplicações e recursos. Cuida-

---

(1) Na pesquisa, foram utilizados, além dos Boletins do Banco Central do Brasil em diversas datas e portanto com diferentes planos de conta, Informativos Diários sobre a Execução do Orçamento Monetário e o Balancete Analítico das Autoridades Monetárias (com uma abertura que ocupa mais de 50 páginas). Consultar também:

FERREIRA, Edésio F. "A Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil" in IBMEC - Política Monetária e Dívida Pública. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.

FURUGUEM, A. S. "Aspectos da Política Monetária no Brasil" in CARNEIRO,

remos de elucidar, o quanto nos é possível, a composição de cada uma das aplicações (contas ativas) e de cada um dos recursos (contas passivas). Nosso esforço em decompor as contas monetárias acabará, ironicamente, por demonstrar a decomposição das Autoridades Monetárias, no sentido mesmo de sua desestruturação.

As Autoridades Monetárias apresentam as contas do Banco Central do Brasil e do Banco do Brasil S.A. de forma consolidada em forma de saldos (estoques). Os fluxos líquidos (variações) poderão ser obtidos através da diferença entre saldos de datas específicas. O fundamental, para que se possa começar a trabalhar as contas monetárias, é que se conheça a sua estrutura montada a partir dos saldos. Só então é que se poderá estudar as variações das contas com certo desembaraço.

Subdividimos "A Decomposição das Autoridades Monetárias" em três grandes blocos. Os dados abrangem o período 1974-78, e referem-se portanto aos saldos de final de ano dos exercícios de 1973 a 1978. As contas estão apresentadas em cruzeiros bilhões correntes e os desdobramentos de cada conta encontram-se reunidos no Anexo Estatístico.

---

Dionísio Dias (coord.) Brasil: Dilemas da Política Econômica. Rio de Janeiro, Campus, 1977.

LUNDBERG, E.L. "Causas e Consequências da Evolução Negativa dos Recursos Próprios do Banco Central do Brasil" in BACEN - Informativo Regional - SP. V. 17, nº 9. São Paulo, BACEN, setembro de 1983.



A) Aplicações das Autoridades Monetárias

1. Operações Cambiais
2. Operações com o Tesouro Nacional
3. Operações de Crédito e Empréstimos
4. Outras Operações

B) Recursos das Autoridades Monetárias

1. Recursos Monetários
2. Dívida Mobiliária Interna Federal (em poder do público)
3. Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras
4. Recursos Externos
5. Depósitos Diversos
6. Recursos Próprios do Banco do Brasil S.A.
7. Recursos Próprios do Banco Central do Brasil

C) Análise das Contas das Autoridades MonetáriasA) Aplicações das Autoridades Monetárias

## Quadro 44

CONTAS ATIVAS DAS AM - SALDOS - VALORES

(1973-78)

(Saldos - Cr\$ bilhões)

FINAL DE PERÍODO	OPERAÇÕES CAMBIAIS	TESOURO NACIONAL	CRÉDITOS E EMPRÉSTIMOS	OUTRAS OPERAÇÕES	TOTAL
1973	45	16	69	7	137
1974	47	11	128	11	197
1975	47	14	207	27	295
1976	95	12	325	26	458
1977	127	19	479	44	669
1978	257	25	610	56	948

Fonte: Boletim BACEN

## Quadro 45

CONTAS ATIVAS DAS AM - SALDOS - PARTICIPAÇÃO RELATIVA

(1973-78)

(%)

FINAL DE PERÍODO	OPERAÇÕES CAMBIAIS	TESOURO NACIONAL	CRÉDITOS E EMPRÉSTIMOS	OUTRAS OPERAÇÕES	TOTAL
1973	33	12	50	5	100
1974	24	6	65	5	100
1975	16	5	70	9	100
1976	21	2	71	6	100
1977	19	3	71	7	100
1978	27	3	64	6	100

## 1. Operações Cambiais

As "Operações Cambiais Ativas" publicadas no "Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias" incluem tanto as reservas internacionais como as operações comerciais do Banco do Brasil. As "Operações Cambiais Passivas", por sua vez, incluem, além das operações comerciais do Banco do Brasil, as obrigações em moedas estrangeiras do Banco Central e do Banco do Brasil. Deixando as obrigações em moedas estrangeiras para serem tratadas entre os recursos das Autoridades Monetárias, as operações cambiais, em nosso plano de contas, correspondem então às reservas internacionais e às "outras contas cambiais do Banco do Brasil (saldo líquido)".

As reservas internacionais representam basicamente as operações cambiais ativas do Banco Central, mas incluem também as reservas do Banco do Brasil. São compostas por ouro, DES, tranche-ouro no FMI e, principalmente, por divisas conversíveis (depósitos e títulos). No Quadro 1 do Anexo Estatístico, apresen-

tamos as reservas em milhões de dólares e bilhões de cruzeiros. Somadas às "outras operações cambiais do Banco do Brasil" obtém-se o total das operações cambiais das Autoridades Monetárias, exclusive obrigações, do nosso Quadro 44 (Ver Quadro 2 do Anexo Estatístico - A.E.).

## 2. Operações com o Tesouro Nacional

Para melhor compreensão da relação do Tesouro Nacional com as Autoridades Monetárias, partimos da Execução Financeira do Tesouro Nacional que é apresentada em fluxos anuais. Em todo o período em análise, as receitas do Tesouro são superiores as despesas da execução orçamentária, propiciando superávits no resultado de caixa. Como parte dos recursos do Tesouro passaram a ser depositados na Caixa Econômica Federal a partir de 1976, assiste-se a uma pouca significativa retirada de recursos das Autoridades Monetárias em 1976. Em relação ao resultado de caixa acumulado nas Autoridades Monetárias, o déficit acumulado (saldo) que somava Cr\$ 8 bilhões em fins de 1973, passa a Cr\$ 1 bilhão em fins de 1978 (preços correntes - ver Quadro 3 do A.E.).

Além das operações vinculadas à execução orçamentária, o Tesouro mantém outras operações (não vinculadas à execução orçamentária) entre as quais se destaca a comercialização do trigo (A.E. Quadro 4). No nosso Quadro 44 as Operações com o Tesouro Nacional incluem tanto as operações vinculadas como as não-vinculadas à execução orçamentária (A.E. - Quadro 5).

## 3. Operações de Crédito e Empréstimos

Nas operações de crédito e empréstimos foram agrupados os "crê-

ditos ao Setor Financeiro" e os "empréstimos do Banco do Brasil" (ver Quadro 6 e 7 - A.E.). Os valores aqui considerados não incluem, em nenhum exercício, os repasses dos recursos do PASEP para o BNDE. Os Quadros 8 e 9 do Anexo Estatístico apresentam a distribuição dos créditos ao setor financeiro por instituições e por operações, em valores e participação relativa. Os créditos são em grande parte repassados para os bancos comerciais (47% a 69% no período) e para os bancos de desenvolvimento e de investimento (31% a 38%). Quanto às operações, os repasses de Fundos e Programas representam 49% a 62% dos créditos ao setor financeiro, sendo que aos "refinanciamentos a manufaturados exportáveis" deveriam ser somados parte dos "outros créditos" que incluem o Programa Especial de Incentivos à Exportação. Finalmente, os redescontos correspondem de 2% a 8% do total de créditos ao setor financeiro no período, e os empréstimos de liquidez representaram entre 3% a 5% deste mesmo total.

Os empréstimos do BB são destinados ao setor público e ao setor privado. Aproximadamente 2/3 do total de créditos e empréstimos (incluindo o Banco Central e o Banco do Brasil - ver Quadro 7 - A.E.) são destinados ao setor privado através dos empréstimos do Banco do Brasil às atividades rurais, à indústria, ao comércio e a particulares. Dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado, mais de 50% correspondem às atividades rurais, como pode ser visto no Anexo Estatístico - Quadro 10.

#### 4. Outras Operações

As outras operações das Autoridades Monetárias encontram-se

desdobradas em nosso Anexo Estatístico - Quadro 11. Os "títulos e valores mobiliários" referem-se a títulos de sociedades de economia mista e sociedades coligadas ou controladas pelo Banco Central e principalmente pelo Banco do Brasil. Correspondem essencialmente às empresas (financeiras e não-financeiras) inadimplentes que tiveram suas dívidas transformadas em participação acionária das Autoridades Monetárias, razão pela qual é conhecida como "contra hospital".

Destaca-se ainda a conta "devedores por pagamento de garantias prestadas" e o imobilizado que inclui os bens móveis e imóveis do Banco Central e do Banco do Brasil. Como não poderia deixar de ser, mais de 90% das imobilizações são relativas ao Banco do Brasil que, como banco comercial e de fomento, conta com vasta rede de agências.

Finalmente, entre as outras operações, apresentamos um "saldo líquido de outras contas". Para que se possa comparar este valor com as "outras contas (saldo líquido)" do Boletim do Banco Central, são necessárias algumas operações que estão indicadas na nota (1) do Quadro 11 do A.E.

## B) Recursos das Autoridades Monetárias

### 1. Recursos Monetários

Os recursos monetários, a chamada "base monetária", correspondem aos haveres monetários das Autoridades Monetárias apresentados no Quadro 31, subdivididos entre papel-moeda em circulação, depósitos dos bancos comerciais nas Autoridades Monetárias e depósitos a vista no Banco do Brasil. No Quadro 12 do Anexo

Quadro 46

CONTAS PASSIVAS DAS AM-SALDOS - VALORES

(1973-78)

(saldos - Cr\$ bilhões)

FINAL DE PERÍODO	RECURSOS MONETÁRIOS	DMIF (em poder do público)	DRME	RECURSOS EXTERNOS	DEPÓSITOS DIVERSOS	RECURSOS PRÓPRIOS DO BB	RECURSOS PRÓPRIOS DO BACEN	TOTAL
1973	41	32	0	4	12	18	30	137
1974	54	46	0	8	16	31	42	197
1975	74	78	1	12	32	51	47	295
1976	111	142	1	22	66	72	44	458
1977	167	197	50	36	73	101	45	669
1978	242	304	141	72	98	151	(60)	948

Fonte: Boletim BACEN

Quadro 47

CONTAS PASSIVAS DAS AM-SALDOS - PARTICIPAÇÃO RELATIVA

(1973-78)

(%)

FINAL DE PERÍODO	RECURSOS MONETÁRIOS	DMIF (em poder do público)	DRME	RECURSOS EXTERNOS	DEPÓSITOS DIVERSOS	RECURSOS PRÓPRIOS DO BB	RECURSOS PRÓPRIOS DO BACEN	TOTAL
1973	30	23	0	3	9	13	22	100
1974	28	23	0	4	8	16	21	100
1975	25	27	0	4	11	17	16	100
1976	24	31	0	5	14	16	10	100
1977	25	29	8	5	11	15	7	100
1978	25	32	15	8	10	16	(6)	100

Estatístico pode-se visualizar a distribuição percentual destas contas, onde a elevação dos depósitos compulsórios a partir de 1976 é refletida no aumento relativo dos depósitos dos bancos comerciais de 17% em fins de 1975 para 32% dos recursos monetários das Autoridades Monetárias em 1978.

## 2. Dívida Mobiliária Interna Federal (em poder do público)

A Dívida Mobiliária Interna Federal também já foi objeto de estudo (idem 2.2 do presente capítulo). O Quadro 13 do A.E. apresenta a subdivisão da Dívida Pública entre Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional e Letras do Tesouro Nacional. Para a nossa análise utilizamos a Dívida Pública em poder do público, isto é, deduzida dos Títulos Federais em carteira nas Autoridades Monetárias. O Quadro 14 (A.E.) nos fornece o total de ORTN e LTN em poder do Banco Central e do Banco do Brasil. A importância relativa destes títulos em carteira pode ser vista no Quadro 40, em que foram destacados os principais tomadores da Dívida Mobiliária Interna Federal. A Carteira representava 16% do total de títulos públicos federais em circulação em fins de 1973 e 15% em fins de 1978, com variações de 5% a 20%, considerando-se os saldos em final de período.

## 3. Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras

Os Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras só passam a ser significativos a partir de 1977. Podem ser agrupados em dois blocos, depósitos voluntários e de retenção compulsória (ver Quadros 15 e 16 do A.E.). Entre os depósitos voluntários são contabilizados os depósitos dos bancos comerciais e de investimento que, de acordo com a circular 230 de 29 de agosto de 1974,

podem repassar às Autoridades Monetárias os recursos não utilizados, captados na forma da Resolução 63. Repassados às Autoridades Monetárias, os encargos destes recursos (correção cambial, taxa de juros e "spread") também passam a correr por conta das Autoridades Monetárias. Os recursos captados segundo a Lei 4.131, também passaram a valer-se deste mesmo expediente a partir da regulamentação da Resolução nº 432 de 23 de junho de 1977. Além dos depósitos voluntários de livre movimentação, as Autoridades Monetárias contam ainda com recursos da retenção compulsória que representavam 52% do total dos Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras em fins de 1977 e 78% destes em fins de 1978. A retenção compulsória temporária passou a vigorar em novembro de 1977 sofrendo várias alterações no que diz respeito ao cronograma de retirada: liberação em aproximadamente 30 dias dos empréstimos externos que ingressaram entre 17.11.77 e 20.01.78 (Resolução nº 449 de 16.11.77); liberação em 30 dias (Resolução nº 479, Circular 379 de 20.06.78); 120 dias (Circular nº 385 de 14.07.78); 150 dias (Circular nº 389 de 11.08.78) e parcelamento das liberações em 150 dias (20%), 180 dias (40%) e 210 dias (40%) a partir de 22 de novembro de 1978 (Resolução 497). Os recursos retidos temporariamente e que representavam concretamente uma transferência interna de recursos externos captados pelos bancos e empresas, também são remunerados com correção cambial, taxa de juros e "spread" e foram regulamentados para postergar o impacto monetário da elevação das reservas cambiais das Autoridades Monetárias no segundo semestre de 1977 e no segundo semestre de 1978.

A retenção compulsória parcial encarece os empréstimos para os



tomadores posto que as Autoridades Monetárias só arcam com a correção cambial da parcela retida. Vigorou entre 19 de outubro de 1972 (Resolução nº 236) e 12.06.73 (Resolução nº 259) com retenção de 25% do contravalor em cruzeiros dos empréstimos externos e entre 31.08.73 (Resolução nº 265) e 07.02.74 (Resolução nº 279) com retenção de 40% do contravalor em cruzeiros, não representando valores significativos como recursos para as Autoridades Monetárias.

#### 4. Recursos Externos

Além dos Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras, que constituem concretamente recursos externos captados por bancos e empresas e transferidos (voluntária ou compulsoriamente) para as Autoridades Monetárias, o Banco Central e o Banco do Brasil tomam recursos externos na forma de obrigações em moedas estrangeiras e o Banco do Brasil, particularmente, utiliza-se da Resolução nº 63 (ver Quadro 17 do A.E.).

#### 5. Depósitos Diversos

O principal dentre os depósitos diversos no período é o recolhimento sobre importações, sem juros e correção monetária, restituível em seis meses (Resolução nº 331 de 16.07.75), e em um ano, a partir de 02.12.75 (Resolução nº 354). Entre os depósitos restituíveis destacam-se ainda os depósitos sobre viagens e sobre o consumo de óleos combustíveis.

As Autoridades Monetárias contam ainda com os depósitos a prazo no Banco do Brasil, depósitos do Governo Federal e do setor privado em conta vinculada e

"Depósitos para a Constituição e Aumento de Capital de Instituições Financeiras" (estes últimos contabilizados como "outros" em nosso Quadro 18 do A.E.). Incluimos ainda entre os Depósitos Diversos, as arrecadações de impostos estaduais e municipais e outros impostos e contribuições recolhidos pelo Banco do Brasil.

#### 6. Recursos próprios do Banco do Brasil S.A.

Consideramos como recursos próprios do Banco do Brasil, além do seu Patrimônio, Reservas e Contas de Resultado, os Fundos e Programas administrados pelo Banco. Organizado sob a forma de Sociedade Anônima, o Banco do Brasil, misto de Autoridade Monetária, banco comercial e de fomento, recebe, a custo praticamente nulo, recursos do Banco Central através da chamada "conta movimento". O caráter privado do Banco do Brasil, dadas estas transferências, traz evidentemente sérias complicações para a análise de seu patrimônio líquido.

Para efeito de nosso plano de contas, entre os Fundos e Programas administrados pelo Banco do Brasil, consideramos, dos recursos do PASEP, apenas a parcela não repassada para o BNDE (o mesmo procedimento utilizado nas contas ativas). Além do PASEP o Banco do Brasil conta ainda com recursos do Fundo de Desenvolvimento Urbano - FDU, do Fundo de Investimentos Setoriais - Fiset e de uma série de fundos para o financiamento à agroindústria canavieira e açucareira (ver Quadro 19 do A.E.).

#### 7. Recursos próprios do Banco Central do Brasil

Dada a especificidade do Banco Central do Brasil, estamos in-

cluindo entre seus recursos próprios tanto o seu Patrimônio Líquido, como os recursos de Fundos e Programas administrados pelo banco e o "serviço da dívida pública" (a débito) - ver Quadro 20 do A. E. Estas três contas estão altamente inter-relacionadas e juntas, dada a forma de contabilização de débitos e créditos e dadas as transferências internas, constituem uma "caixa preta". Vejamos:

Se durante o "milagre" a Dívida Mobiliária Interna Federal representou a contrapartida da acumulação de reservas cambiais nas Autoridades Monetárias, a remuneração dos títulos em poder do público (Correção Monetária, juros e taxas de desconto das LTN) foi contabilizada como "serviço da dívida pública" e a correção cambial e a remuneração das reservas internacionais foram creditadas em conta de patrimônio líquido do Banco Central. Mesmo para o período 1974-78, em que as operações ativas reajustadas em câmbio registraram sempre saldos superiores às operações passivas em câmbio (Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras e Recursos Externos), tal expediente continuou operando. Agregue-se a isto, o fato de em novembro de 1978, através do Decreto-Lei nº 1.638, serem transferidos do Patrimônio Líquido do Banco Central para Fundos e Programas (Reserva Monetária), receitas provenientes das operações cambiais.

A remuneração da própria carteira de títulos públicos federais das Autoridades Monetárias é contabilizada a crédito do Patrimônio Líquido do Banco Central e a débito da Dívida Mobiliária Interna Federal. Ao agregarmos as contas, contudo, tal efeito contábil desaparece. Os Fundos e Programas administrados pelo Banco Central, por sua vez, com aparente equilíbrio entre recursos e aplicações, utilizam-se na verdade do artifício contá-

bil de adiantamentos que na prática correspondem a aplicações sem recursos dos Fundos e Programas.

No Quadro 21 do Anexo Estatístico apresentamos o "Serviço da Dívida Pública" que foi calculado através dos dados fornecidos pelo Boletim do Banco Central. O "serviço" inclui tanto a parcela relativa aos títulos em poder do público como a parcela relativa à carteira das Autoridades Monetárias e referem-se a "serviços da dívida pública" não cobertos por recursos orçamentários.

Entre os principais fundos e programas administrados pelo Banco Central (Quadro 21 do A.E.), destacam-se o Fundo de Defesa de Produtos de Exportação - FDPE (conta café, cacau), o Fundo Geral para a Agricultura e Indústria - FUNAGRI, o Fundo de Financiamento à Exportação - FINEX e o Imposto sobre Operações Financeiras e sobre Exportações - Reserva Monetária IOF/IEX.

O FUNAGRI reúne uma série de subprogramas entre os quais o Fundo Nacional de Refinanciamento Rural - FNRR e o PROÁLCOOL. A origem dos recursos destes fundos inclui desde transferências fiscais a simples efeitos contábeis. O FDPE conta com as quotas de contribuição e vendas de café e cacau e as Reservas Monetárias - IOF/IEX têm origem fiscal, sendo que ambos fundos alimentam o FINEX. Além disto, os fundos crescem através das receitas das aplicações em repasses ao setor financeiro e ao Banco do Brasil. O principal efeito contábil que alimenta os Fundos e Programas do Banco Central resume-se na conta "Adiantamentos do Banco Central a Fundos e Programas". O procedimento indicado é a subtração desta conta ("adiantamentos"), o que é realizado no próprio Quadro 22 do A.E.).

### C) Análise das Contas das Autoridades Monetárias

Os Quadros 23 a 26 do Anexo Estatístico apresentam os fluxos líquidos anuais das aplicações e dos recursos das Autoridades Monetárias, em valores a preços correntes e em percentagens, para o período 1974-78. Estes quadros refletem as variações nos saldos das contas anteriormente definidas e apresentadas nos Quadros 44 a 47.

Entre os recursos das Autoridades Monetárias, sobressai a participação da Dívida Mobiliária Interna Federal em poder do público. A Dívida Mobiliária Interna Federal, ou simplesmente Dívida Pública, pela sua própria denominação, ou de acordo com qualquer manual de economia, deveria referir-se a despesas do Governo não cobertas por receitas do Tesouro ou recursos das Autoridades Monetárias. No Quadro 3 do Anexo Estatístico, entretanto, verificamos que, em todo o período de análise, as receitas superaram as despesas do Tesouro. Mesmo considerando-se que existem operações do Tesouro com as Autoridades Monetárias não vinculadas à Execução Orçamentária (sendo a principal conta do período, a relativa à "comercialização do trigo" - ver Quadro 4 do A. E.), percebe-se a irrelevância destas operações que ora apresentam fluxos líquidos deficitários (1975, 1977 e 1978) ora superavitários (1974 e 1976).

Comparando-se o total das operações (vinculadas e não-vinculadas à execução orçamentária) do Tesouro com as Autoridades Monetárias à Dívida Mobiliária Interna Federal em poder do público (isto é, líquida da Carteira de Títulos das Autoridades Monetárias), conclui-se, categoricamente, que a expansão da Dí-

vida Pública não pode ser explicada pela absorção de recursos pelo Tesouro (ver Quadro 48).

Quadro 48

DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL EM PODER DO PÚBLICO E

OPERAÇÕES DO TESOIRO COM AS AM - FLUXOS

(1974-78)

(Fluxos Líquidos - Cr\$ bilhões)

PERÍODO	DMIF EM PODER DO PÚBLICO	OPERAÇÕES DO TESOIRO COM AS AM		
		Resultado de Caixa	Não-Vinculadas à Execução Orçamentária	Total
1974	14	(4)	(1)	(5)
1975	32	0	3	3
1976	64	1	(3)	(2)
1977	55	0	7	7
1978	107	(4)	10	6

Se a Dívida Interna não se associa ao Tesouro, a sua relação com a expansão da Dívida Externa também não é confirmada pelos dados relativos ao período. Conceitualmente, não existe uma relação direta entre o crescimento da dívida externa e interna. Qualquer relação dar-se-ia pela acumulação de reservas internacionais nas Autoridades Monetárias, ou seja, pela parcela da dívida externa contraída, mas não utilizada nas operações em transações correntes. O que se converteria teoricamente em meios de pagamento não seriam os dólares captados, mas os dólares captados e não utilizados para os pagamentos efetuados em transações correntes.

Pois bem, em 1974 e 1975, as reservas cambiais das Autoridades Monetárias caem em dólares e inclusive em cruzeiros a preços

correntes. Elevam-se contudo entre 1976 e 1978. Entretanto, torna-se necessário considerar que as Autoridades Monetárias também captam recursos externos e que, a partir de 1977, é significativa a transferência interna de recursos externos captados por bancos e empresas, públicos e privados, na forma de depósitos registrados em moedas estrangeiras (ver Quadro 49).

Quadro 49

DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL EM PODER DO PÚBLICO E

OPERAÇÕES EM MOEDAS ESTRANGEIRAS DAS AM - FLUXOS

(1974-78)

(Fluxos Líquidos - Cr\$ bilhões)

PERÍODO	DMIF EM PODER DO PÚBLICO	OPERAÇÕES EM MOEDAS ESTRANGEIRAS				
		Reservas Intern. -(1)	Operação Cambial BB-(2)	DRME (3)	Rec. Ext. (4)	Total (1 + 2 - 3 - 4)
1974	14	(1)	3	0	1	1
1975	32	(3)	3	1	1	(2)
1976	64	44	4	0	6	42
1977	55	36	(4)	49	10	(27)
1978	107	132	(2)	91	27	12

(4) Exclusive Res. 63 do Banco do Brasil.

Não há expansão monetária ou da Dívida Pública se os recursos externos convertidos em reservas cambiais são captados pelas próprias Autoridades Monetárias, são retidos temporariamente ou ainda retornam na forma da Resolução 432 ou da Circular 230.

Em 1974, enquanto a Dívida Pública em poder do público expandiu-se em Cr\$ 14 bilhões, o fluxo líquido das operações em moedas estrangeiras, a preços correntes, apresentou uma expansão de Cr\$ 1 bilhão. Em 1975, as contas cambiais das Autoridades

Monetárias apresentam-se concretamente contracionista, e a Dívida Pública em poder do público se expande em Cr\$ 32 bilhões. Apenas em 1976 a expansão da Dívida Mobiliária Interna Federal pode ser explicada pelas operações em moedas estrangeiras. Mesmo assim, somente em parte, pois enquanto as contas cambiais cresciam em Cr\$ 42 bilhões, a Dívida Pública em poder do público elevou-se em Cr\$ 64 bilhões, isto é, a uma taxa 52% superior à expansão das contas externas.

Em 1977, as reservas internacionais de janeiro a novembro não atingiram o valor, em dólares, de dezembro de 1976. Ou seja, a elevação das reservas deu-se exatamente no mês de dezembro. Entretanto, já em novembro, segundo a Resolução nº 449, o Banco Central passou a congelar por aproximadamente 30 dias, os recursos externos captados na forma de empréstimos em moeda. As empresas, por outro lado, desde junho de 1977 já efetuavam Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras (Resolução 432 de 23.06.77). Considerando-se ainda a captação de recursos externos pelas Autoridades Monetárias (exclusive repasses da Resolução nº 63 do Banco do Brasil) verificou-se um efeito contracionista de Cr\$ 27 bilhões das operações em moedas estrangeiras das Autoridades Monetárias, ao mesmo tempo em que a Dívida Pública em poder do Público expandiu-se em Cr\$ 55 bilhões.

Com a elevação das reservas, acentuada no segundo semestre de 1978, seguem-se diversas resoluções e circulares congelando os recursos externos ingressos. A retenção temporária de 30 dias chegou, com a Resolução nº 497 de 22 de novembro de 1978, a estender-se por até 210 dias. Assim, enquanto a Dívida Pública em poder do público expandiu-se em Cr\$ 107 bilhões, o efeito ex-



pancionista das operações em moedas estrangeiras situou-se em apenas Cr\$ 12 bilhões.

A expansão da Dívida Pública, que não é explicada quer pelo inexistente déficit do Tesouro, quer pelas contas externas das Autoridades Monetárias (a não ser em 1976, e apenas em parte), só pode ser entendida no conjunto das operações das Autoridades Monetárias. Por sua vez, o resultado do impacto da política monetária do período nas próprias Autoridades Monetárias, reflete-se de forma mais explícita nos Recursos Próprios do Banco Central. Tais recursos (como soma do Patrimônio Líquido (+), Serviço da Dívida Pública (-) e Recursos de Fundos e Programas (+)), apresentaram, a preços correntes, um fluxo líquido em 1975 inferior ao de 1974, passando, a partir de então, a registrar fluxos líquidos negativos (note-se, a preços correntes - ver Quadro 25 do Anexo Estatístico). Tal comportamento, finalmente, fez com que em 1978, o saldo de recursos próprios do Banco Central se tornasse negativo, passando a representar um "passivo a descoberto" ou "pendente ativo" em linguagem contábil.

A Política Monetária adotada no período, será responsável por um desajuste estrutural entre a valorização dos recursos e das aplicações das Autoridades Monetárias que acabará por provocar a corrosão dos recursos próprios do Banco Central. Não se trata simplesmente do "giro" da dívida pública, mas da diferença entre a taxa de valorização do passivo em relação à valorização das aplicações.

O primeiro desajuste refere-se à própria conta cambial das Autoridades Monetárias. Embora o crescimento da Dívida Externa entre 1974 e 1978, ao nível dos fluxos líquidos das operações

em moedas estrangeiras nas Autoridades Monetárias não explique (com exceção de 1976) a expansão da dívida pública interna, os saldos das operações cambiais ativas das Autoridades Monetárias até 1978 é sempre superior aos passivos em câmbio (depósitos registrados em moedas estrangeiras e recursos externos das Autoridades Monetárias).

A correção cambial dos saldos das operações cambiais e as remunerações das reservas são contabilizadas a crédito do Banco Central (com repasses a Fundos e Programas - Reserva Monetária em novembro de 1978). A correção monetária e juros das ORTN e a taxa de desconto das LTN que cobrem as operações cambiais até 1978, por sua vez, são contabilizadas a débito como "Serviço da Dívida Pública". Como estamos trabalhando com o agregado das contas do patrimônio líquido do Banco Central, serviço da dívida e Fundos e Programas, a incongruência desta contabilização dá-se no interior dos "recursos próprios do Banco Central" e portanto não apresenta maiores problemas.

A questão que se coloca neste particular é que, até 1978, por efeitos da Política Monetária, o serviço da dívida pública é significativamente superior à correção cambial e à remuneração das reservas. A diferença entre o serviço da parte da dívida pública que corresponde ao saldo das operações em moedas estrangeiras (ativas menos passivas) e a valorização destas operações cambiais acaba por constituir um dos fatores de corrosão dos recursos próprios do Banco Central.

Além das operações cambiais, os recursos próprios do Banco Central acabam por serem corroídos, dada a política monetária do período, pela queda da participação dos recursos monetários en-

tre o total de recursos das Autoridades Monetárias (conforme Quadro 47). Em fins de 1973, os recursos monetários correspondiam a 30% dos recursos totais das Autoridades Monetárias. Em 1974 e 1975, reduzem-se os depósitos compulsórios em moeda, e a participação dos recursos monetários entre os recursos totais das AM cai para 25% (dezembro de 1975), estabilizando-se neste nível até o final do período em análise. A Dívida Pública que representava 23% do total de recursos das Autoridades Monetárias em fins de 1973, acaba por corresponder a 32% dos recursos das Autoridades Monetárias em 1978.

Os recursos monetários, que representavam aproximadamente 60% do total de créditos e empréstimos das Autoridades Monetárias em fins de 1973, atingem 42% em 1974 e 34% em 1976, voltando a 40% somente em 1978. Mesmo considerando-se os depósitos restituíveis sobre importações e outros depósitos (exclusive depósitos a prazo no Banco do Brasil), o total de recursos monetários e depósitos diversos em relação aos créditos e empréstimos das Autoridades Monetárias reduzem-se de 75% em fins de 1973 para 55% em fins de 1978 (ver Quadro 50).

Por fim, cabe salientar que o Banco Central repassa para o Banco do Brasil, através da "conta movimento", recursos a custo praticamente nulo e a remuneração dos empréstimos do Banco do Brasil com estes recursos, figura a crédito do patrimônio desta Sociedade Anônima que, desta forma, tem seu capital administrativamente valorizado.

## Quadro 50

CRÉDITOS E EMPRÉSTIMOS, RECURSOS MONETÁRIOS EDEPÓSITOS DIVERSOS NAS AM

(1973-78)

(Saldos)

FINAL DE PERÍODO	CRÉDITOS E EMPRÉSTIMOS (Cr\$ bilhões) (1)	RECURSOS MONETÁRIOS (Cr\$ bilhões) (2)	DEPÓSITOS DIVERSOS (Cr\$ bilhões) (3)	(2)/(1) (%)	(2+3)/(1) (%)
1973	69	41	11	59	75
1974	128	54	13	42	52
1975	207	74	27	36	49
1976	325	111	65	34	54
1977	479	167	72	35	50
1978	610	242	96	40	55

(3) Exclusive Depósitos a Prazo no B.B.

III - PRESTÍSSIMO

RUMO AO COLAPSO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: DO SONHO  
DOS ANOS SESSENTA AO PESADELO DOS ANOS OITENTA (1979-82)

1 - O CIRCUITO FINANCEIRO INTERNACIONAL E OS LIMITES DO ENDIVIDAMENTO EXTERNO BRASILEIRO (1979-82)

O nível do endividamento externo do País, aliado às altas taxas de juros (nominais e reais) no mercado financeiro internacional na Administração Reagan, acabaram por garantir um crescimento autônomo da Dívida Externa Brasileira. Os empréstimos externos em moeda, que de 73% em 1978, passam em 1982 a 80% do total da Dívida Externa Bruta de Médio e Longo Prazos (incluindo Bônus - ver Quadro 51), elevam-se em US\$ 23,6 bilhões e as Reservas Internacionais reduzem-se em US\$ 7,9 bilhões. O endividamento líquido em moeda entre 1979 e 1982 atinge então um fluxo líquido de US\$ 31,5 bilhões (23,6 + 7,9). Por sua vez, os juros líquidos neste período, alcançaram sozinhos, US\$ 31,0 bilhões. Ou seja, 98% do endividamento líquido em moeda do período, correspondem ao pagamento dos juros da Dívida Externa (ver Quadro 52).

O caráter da crise do balanço de pagamentos brasileiro, neste sentido, é predominantemente financeiro. Do ponto de vista do comércio internacional, o Brasil assiste ainda a uma acentuada queda no índice de relações de troca que inicia-se antes mesmo do segundo choque de petróleo. A Balança Comercial brasileira apresentou um resultado negativo de US\$ 5,7 bilhões no biênio 1979-80 e um resultado positivo de US\$ 2,0 bilhões no biênio 1981-82. Enquanto o déficit comercial entre 1979 e 1982 soma US\$ 3,7 bilhões, os serviços líquidos (exclusive juros) atingem um déficit de US\$ 17,3 bilhões (ver Quadro 53). Em contrapartida,

Quadro 51  
DÍVIDA EXTERNA <sup>(1)</sup>  
 (1978-82)

(saldos - US\$ milhões)

FINAL DE PERÍODO	EMPRESTIMOS EM MOEDA E BÔNUS (2)	FINANCIAMENTOS E OUTROS EMPRÉST.			TOTAL (4)	(2)/(4) (%)
		Financiamento import.	Outros (3)	Total		
1978	31 880	10 830	801	11 631	43 511	73
1979	37 591	11 572	741	12 313	49 904	75
1980	41 055	12 108	685	12 793	53 848	76
1981	47 880	12 881	650	13 531	61 411	78
1982	55 525	13 520	609	14 129	69 654	80

FONTE: Boletim BACEN

(1) Dívida Bruta - Médio e Longo Prazos

(3) "USAID" e outros empréstimos

Quadro 52  
JUROS LÍQUIDOS E EMPRÉSTIMOS EM MOEDA E RESERVAS  
INTERNACIONAIS  
FLUXOS  
 (1979-82)

(Fluxos Líquidos - US\$ milhões)

PERÍODO	JUROS LÍQUIDOS <sup>(1)</sup>	EMPRESTIMOS EM MOEDA E RESERVAS			(1)/(4) (%)
		Empréstimos em moeda (2)	Reservas Internacionais (3)	Total (4)=(2)-(3)	
1979	4 186	5 711	(2 206)	7 917	53
1980	6 311	3 464	(2 776)	6 240	101
1981	9 161	6 825	594	6 231	147
1982	11 353	7 645	(3 513)	11 158	101
1979-82	31 011	23 645	(7 901)	31 546	98

FONTE: Boletim BACEN

(2) Dívida Bruta - Médio e Longo Prazos - Inclusive Bônus

(3) Negativo - Redução de Reservas

## Quadro 53

BALANÇA COMERCIAL E SERVIÇOS

(1979-82)

(Fluxos-US\$ milhões)

PERÍODO	BALANÇA COMERCIAL			SERVIÇOS (LÍQUIDO)		MERCADORIAS E SERVIÇOS (3)+(4)+(5)
	Exporta ção (1)	Importa ção (2)	Total (3)=(1)-(2)	Juros (4)	Outros (5)	
1979	15 244	18 084	(2 840)	( 4 186)	( 3 734)	(10 760)
1980	20 132	22 955	(2 823)	( 6 311)	( 3 841)	(12 975)
1981	23 293	22 091	1 202	( 9 161)	( 3 974)	(11 933)
1982	20 175	19 395	780	(11 353)	( 5 729)	(16 302)
1979-82	78 844	82 525	(3 681)	(31 011)	(17 278)	(51 970)

FONTE: Boletim BACEM

neste mesmo período, os investimentos líquidos alcançaram US\$ 8,6 bilhões (dados de Balanço de Pagamentos) e os financiamentos de importações elevaram-se em US\$ 2,7 bilhões (variação do saldo - dados de registro). Além disso, o Brasil utilizou-se da captação de capitais de curto prazo e em fins de 1982, acaba por recorrer às "operações de regularização" ("bridges", BIS, FMI e Tesouro Americano). (1)

Como vimos na Introdução dessa Tese, a taxa de juros reais internacional elevava-se a partir de 1979. Considerando-se ainda a valorização do dólar no mercado internacional e a taxa de

(1)consultar: ARIDA, P. (Org.). Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural - o Brasil Diante da Crise. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.

BATISTA, Jr., Paulo N. Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.

FORUM GAZETA MERCANTIL. FMI x Brasil - A Armadilha da Recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil, 1983.



inflação americana superior à inflação dos países industrializados, a desvalorização do cruzeiro frente ao dólar implicou em forte elevação dos custos financeiros associados aos empréstimos externos. Além da elevação concreta desses custos financeiros (e dos exorbitantes "spreads" de mais de 2% cobrados no período), assiste-se ainda a uma instabilidade permanente após a maxi-desvalorização de dezembro de 1979, dados a possibilidade de novas "maxis" e o perigo de uma crise cambial brasileira que elevaria o dólar a taxas não-projetáveis.

Concretamente, entretanto, os empréstimos externos em moeda, que representavam 18% do PIB nacional em 1978, atingem 26% do PIB em 1982 (ver Quadro 54 e Gráfico 21). Depois de 1979, em que se procurou desestimular a captação de recursos externos através da retenção parcial de 50% do contravalor em cruzeiros dos empréstimos em moeda estrangeira (Resolução nº 532 de 18.04.79, revogada pela Resolução nº 586 de 07.12.79), a entrada de recursos externos seria novamente incentivada. A captação de recursos externos seria então garantida pela restrição do crédito interno, pela elevação da taxa doméstica de juros e, principalmente, pela "estatização" da dívida que categoricamente impôs às empresas estatais a tomada dos recursos externos. <sup>(1)</sup> Segundo os Relatórios do Banco Central:

"... A linha de atuação adotada pelo Governo pautou-se, pois, pela premência de um controle mais rígido do crédito em 1980, induzindo, por um lado, a que as empresas recorressem com mais frequência aos recursos externos,

---

(1) Ver: CRUZ, P. D. Dívida Externa ... Campinas, UNICAMP, 1984.

em face da expectativa de redução da oferta de crédito interno, provocada pela limitação dos 45,0% e, por outro lado, favorecendo a política de combate à inflação. (1)

Quadro 54

EMPRÉSTIMOS EXTERNOS EM MOEDA/PIB

(1978-82)

PERÍODO	EMPRÉSTIMOS EM MOEDA (1) (Cr\$ bilhões)	EMPRÉSTIMOS EM MOEDA/PIB (2) (%)
1978	667	17,9
1979 <sup>(3)</sup>	1 229	19,7
1980	2 689	20,5
1981	6 119	22,8
1982	14 030	26,4

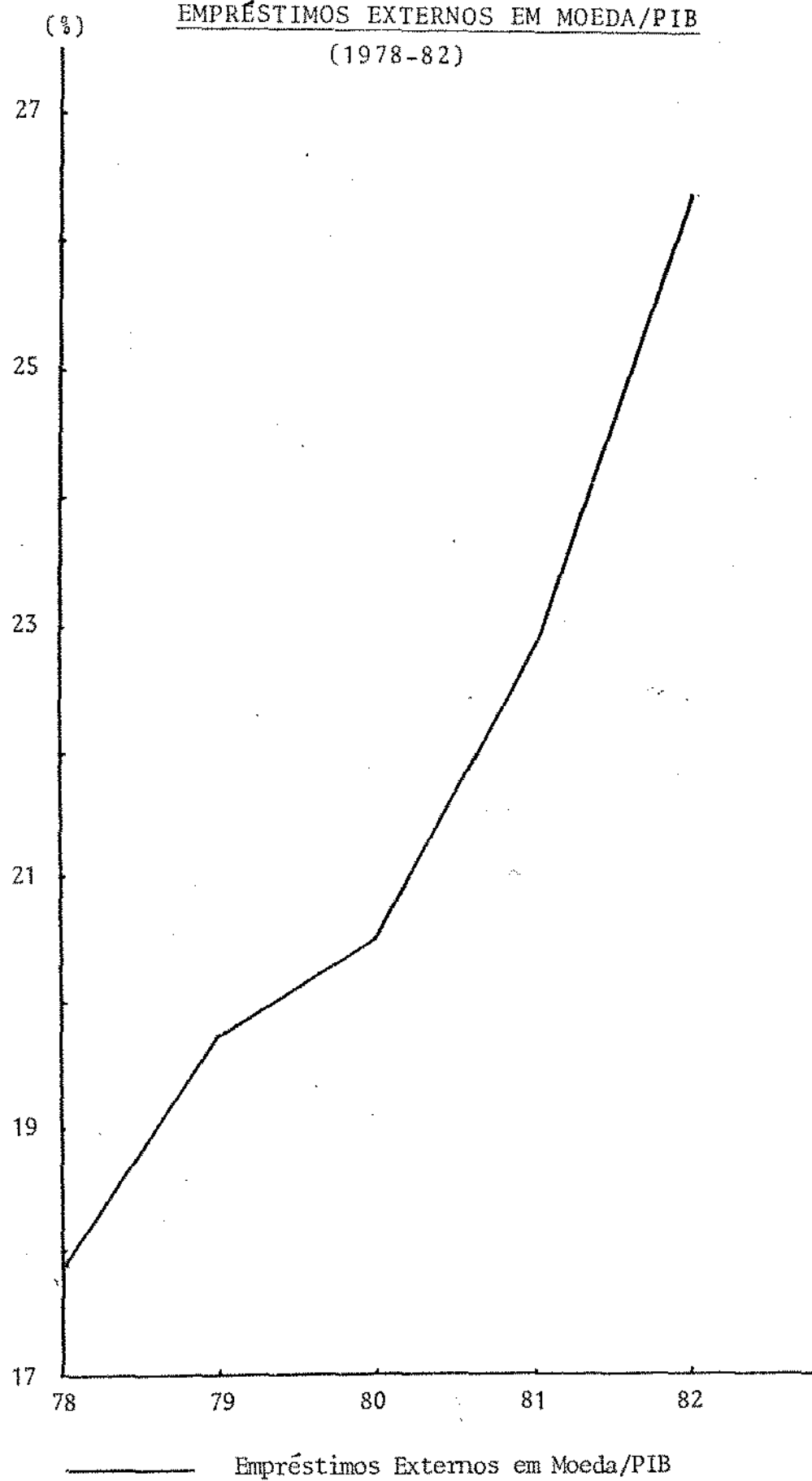
(1) Final de Período; conversão taxa de venda; inclusive bônus

(2) Saldo em final de período/fluxos

(3) Utilizou-se a cotação anterior à maxi-desvalorização de dez./79; para a cotação do final do ano o valor corresponderia a Cr\$ 1 599 bilhões ou seja, 25,6% do PIB.

Gráfico 21

EMPRÉSTIMOS EXTERNOS EM MOEDA/PIB  
(1978-82)



" ... As políticas monetária e creditícia implementadas no decorrer do ano (1981), fixando limites à expansão dos empréstimos bancários com recursos domésticos (à exceção de créditos para setores específicos, como atividades de exportação e agricultura) e liberando as taxas de juros internas, induziram as instituições financeiras a recorrer fortemente ao mercado financeiro externo". (1)

"A utilização de recursos externos por parte das empresas estatais foi adequadamente dosada, enquanto o uso de créditos internos foi limitado ao nível autorizado pelo Conselho Monetário Nacional para a expansão das aplicações das instituições financeiras, impedindo maior pressão do setor público sobre o crédito bancário". (2)

A "estatização" da dívida externa pode ser visualizada no Quadro 55 que subdivide os recursos da Resolução nº 63 e da Lei nº 4.131 entre empréstimos públicos e privados. Dos US\$ 14,6 bilhões (fluxo líquido) ingressos sob a Lei nº 4.131 entre 1979 e 1982, US\$ 14,7 bilhões correspondem à captação líquida do setor público. Isso significa que o fluxo líquido privado apresentou

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1981. Brasília, BACEN, 1982, pp. 102-103.

(2) BACEN - Relatório Anual 1981. Brasília, BACEN, 1982, p. 17.

Quadro 55

EMPRÉSTIMOS EXTERNOS EM MOEDA

PÚBLICOS E PRIVADOS

FLUXOS LÍQUIDOS

(1979 - 82)

(Fluxos líquidos-US\$ bilhões)

PERÍODO	RESOLUÇÃO Nº 63			LEI Nº 4.131			TOTAL
	PÚBLICOS	PRIVADOS	TOTAL	PÚBLICOS	PRIVADOS	TOTAL	
1979	(39)	490	451	5015	(333)	4682	5133
1980	809	1392	2201	1669	(665)	1004	3205
1081	1041	2491	3532	3251	383	3634	7166
1982	343	2346	2689	4760	483	5243	7932
1979-82	2154	6719	8873	14695	(132)	14563	23436

FONTE: Relatório BACEN

uma retração de US\$ 0,1 bilhão. Entre os recursos ingressos segundo a Resolução nº 63, US\$ 8,9 bilhões, o setor público foi responsável por US\$ 2,2 bilhões e o setor privado pelos restantes US\$ 6,7 bilhões. Ou seja, 72% do fluxo líquido de recursos externos em moeda (Lei nº 4.131 e Res. nº 63) foram captados pelo setor público. Deve-se considerar ainda, que entre os recursos captados pelo setor privado, houve retração líquida do ingresso na forma da Lei nº 4.131, que corresponde à linha utilizada pelas grandes empresas multinacionais, e a tomada dos recursos externos deu-se exclusivamente através dos repasses das instituições financeiras segundo a Resolução nº 63, forma de captação de empréstimos externos utilizada pelas pequenas e médias empresas em vista da restrição do crédito doméstico.

Considerando-se ainda os Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras nas Autoridades Monetárias, o quadro da "estatização" da dívida externa brasileira é agravado dada a transferência interna de recursos, bem como de suas respectivas despesas financeiras, do setor privado ao setor público (Autoridades Monetárias) na forma de retenção compulsória e depósitos voluntários.

Se, por um lado, a Dívida Externa Brasileira passa a crescer autonomamente, o fluxo de empréstimos internacionais sofre um movimento de retração como reflexo da própria política monetária e financeira da Administração Reagan e do risco decorrente do nível atingido pelos empréstimos frente ao capital dos bancos internacionais. Neste contexto de crescimento autônomo da Dívida Externa, que evidentemente não se restringe à Dívida Externa Brasileira, e de retração do fluxo internacional de empréstimos, o Fundo Monetário Internacional, incapaz de qualquer gerência, acaba por exercer a função de "procurador" da comunidade financeira internacional.

Pretende-se a transferência real de recursos capaz de cobrir o pagamento dos juros da dívida, que só em 1982, atingiu US\$ 11,4 bilhões (juros líquidos). O receiturário, naturalmente, é a crise generalizada, através do corte dos gastos públicos e dos salários, do aperto de liquidez, da elevação da taxa de juros e da contenção das importações para garantir um excedente exportável. Agregue-se a isto, o fato da atual recessão processar-se em meio as presentes transformações que ocorrem na tecnologia e na estrutura produtiva internacional.

"Neste panorama, é criminosa a idéia de que o Brasil poderá pagar a dívida pela ampliação continuada dos saldos da balança comercial, obtida à custa de recessão permanente. Destruiremos a economia nacional e o País continuará insolvente. E a destruição será irreparável, pois perderemos a capacidade de acompanhar as transformações produtivas que prenunciam a mais profunda revolução tecnológica dos últimos duzentos anos. Em suma, estamos empenhando o presente sem esperança de resgatar o futuro". (1)

Mesmo as projeções mais otimistas realizadas pelos bancos internacionais e pelo próprio FMI, não têm a pretensão de cobrar a dívida, mas simplesmente fazer com que ela (a dívida) possibilite a extração de recursos reais a título de pagamento dos atuais juros exorbitantes, por um período não determinado, enquanto não se apresenta um desfecho à atual crise financeira internacional. A desestruturação da economia e da sociedade brasileiras, por sua vez, além de muito concreta, está se processando de maneira brutal e altamente progressiva.

---

(1) CARDOSO DE MELLO, J. M. e BELLUZZO, L. G. M. "Introdução" in: FÓRUM GAZETA MERCANTIL - FMI x Brasil - A Armadilha da Recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil, 1983. p. 14.

2 - OS HAVERES FINANCEIROS EM MEIO AO DESCOMPASSO DA POLÍTICA  
MONETÁRIO-FINANCEIRA (1979-82)

O período por nós denominado "Prestíssimo" assiste ao que chamamos de descompasso da Política Monetário-Financeira. Em meio às alterações da Política Monetário-Financeira, os Haveres Monetários são constantemente reduzidos em relação ao PIB, de 13% em 1978 a 8% em 1982 e os Haveres Financeiros Não-Monetários, com a pré-fixação da correção monetária em 1980, caem para 22% do PIB, ou seja, a um percentual inferior ao de 1973, quando os HFNM representavam 24% do PIB. Em 1981 e 1982, os HFNM, sustentados pelas ORTN com correção cambial, voltam a crescer, atingindo 37% do PIB de 1982. O período assiste então às bruscas oscilações no total dos Haveres Financeiros (HM + HFNM) em relação ao PIB, de 41% em 1979 para 33% em 1980 e 45% em 1982 (ver Quadros 56 e 57 e Gráfico 22).

QUADRO 56

HAVERES FINANCEIROS

(1978-82)

(Cr\$ bilhões)

FINAL DO PERÍODO	HM (1)	HFNM (2)	HF (3) = (1) + (2)
1978	485	1 059	1 544
1979	838	1 739	2 577
1980	1 428	2 914	4 342
1981	2 501	8 066	10 567
1982	4 247	19 792	24 039

FONTE: Boletim BACEN



## Quadro 57

HAVERES FINANCEIROS / PIB

(1978-82) (1)

(%)

PERÍODO	HM/PIB	HFNM/PIB	HF/PIB
1978	13	28	41
1979	13	28	41
1980	11	22	33
1981	9	30	39
1982	8	37	45

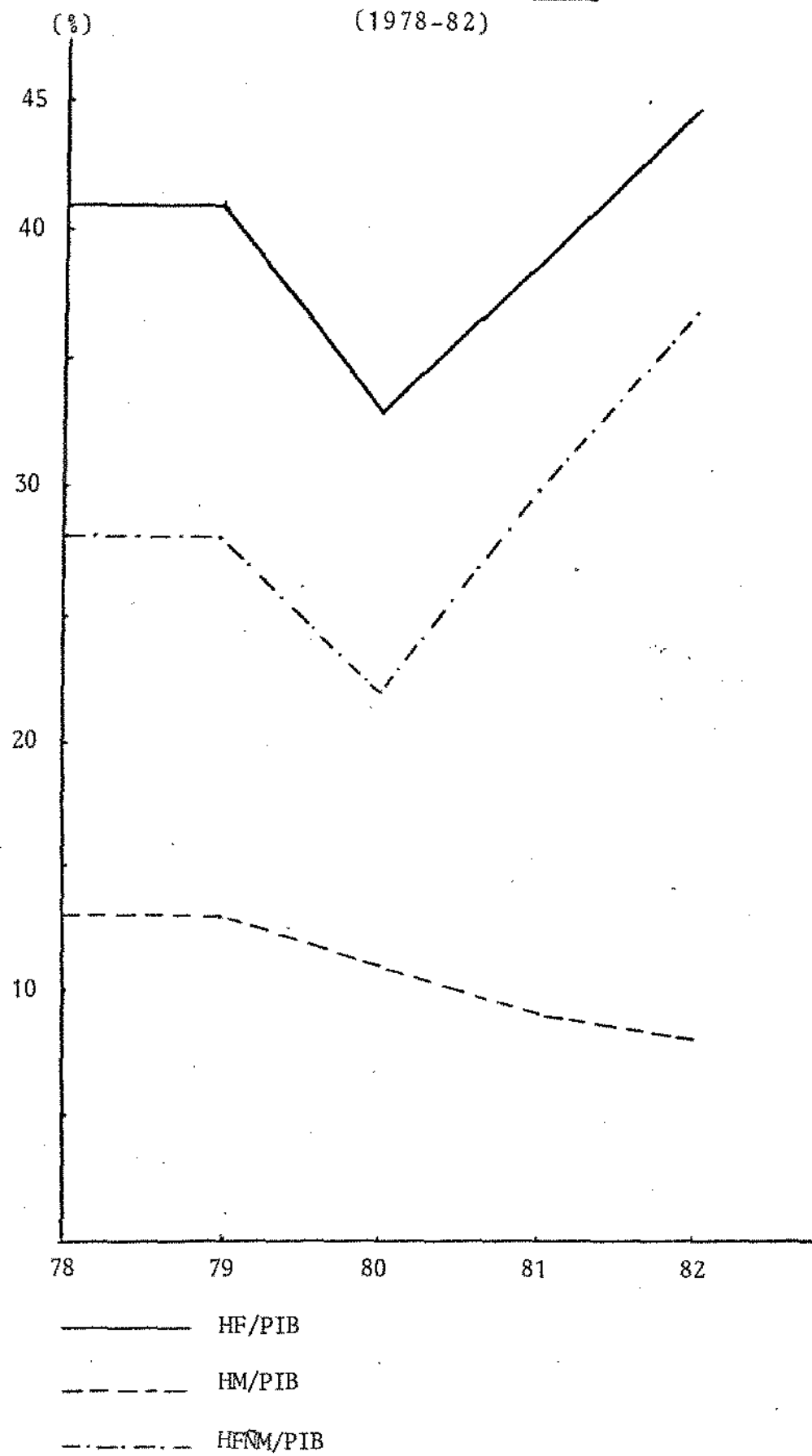
(1) Saldos em Final de Período/Fluxos

## 2.1 - HAVERES MONETÁRIOS (1979-82)

Os Haveres Monetários, que já vinham reduzindo-se do patamar de 17% do PIB durante o "milagre" desde 1975, continuam em queda, para representarem apenas 8% do PIB de 1982. A distribuição entre HM das Autoridades Monetárias e HM dos Bancos Comerciais, oscila no período, mas as duas componentes apresentam-se decrescentes em relação ao PIB (ver Quadros 58, 59 e 60 e Gráfico 23).

Por um lado, a escalada da inflação continua a provocar uma elevação na velocidade de circulação da moeda. Por outro, as AM prosseguem, deliberadamente, contraindo a moeda, pensando assim eliminar a inflação. A inflação, contudo, passa de sua taxa

Gráfico 22  
HAVERES FINANCEIROS/PIB  
(1978-82)



## Quadro 58

HAVERES MONETÁRIOS-VALORES

(1978-82)

(Cr\$ bilhões)

FINAL DE PERÍODO	AUTORIDADES MONETÁRIAS	BANCOS CO- MERCIAIS	OUTROS (1)	HM
1978	242	221	22	485
1979	446	357	35	838
1980	699	668	61	1 428
1981	1 188	1 200	113	2 501
1982	2 219	1 834	194	4 247

FONTE: Boletim BACEN

(1) CEF, CEE e BNCC

## Quadro 59

HAVERES MONETÁRIOS - PARTICIPAÇÃO RELATIVA

(1978-82)

(%)

FINAL DE PERÍODO	AUTORIDADES MONETÁRIAS	BANCOS CO- MERCIAIS	OUTROS	TOTAL
1978	50	46	4	100
1979	53	43	4	100
1980	49	47	4	100
1981	47	48	5	100
1982	52	43	5	100

anual de 40% em 1978 para 100% em 1980 e continua-se a contrair a moeda, restringindo assim a liquidez monetária da economia.

Segundo o Relatório Anual do Banco Central do Brasil de 1980:

"A política Monetária foi conduzida em 1980 de maneira a conter a expansão da oferta de moeda e do crédito, em nível compatível com o objetivo de controle da inflação, através de uma estratégia gradualista destinada a minimizar os custos sociais associados ao processo de ajustamento". (1)

No Relatório de 1981, insiste-se na mesma tecla:

"Em 1981, o saldo dos meios de pagamento apresentou expansão de 73,0%, contra 95,2% do índice geral de preços, o que caracterizou a execução de uma política monetária de natureza nitidamente antiinflacionária". (2)

Em 1982, para uma taxa de inflação de 99,7% (dezembro):

"A expansão dos meios de pagamento se manteve, ao longo do ano, no patamar de 74,0% a.a., reduzindo-se para 69,7% ao final de dezembro, graças, principalmente, à

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1980. Brasília, BACEN, 1981. p.37.

(2) BACEN - Relatório Anual 1981. Brasília, BACEN, 1982. p.33.

Quadro 60  
HAVERES MONETÁRIOS/PIB <sup>(1)</sup>  
 (1978-82)

PERÍODO	HM-AM/PIB	HM-BCOM/PIB	(%)
			HM/PIB <sup>(2)</sup>
1978	6	6	13
1979	7	6	13
1980	5	5	11
1981	4	4	9
1982	4	3	8

(1) Saldos em final de período/fluxos

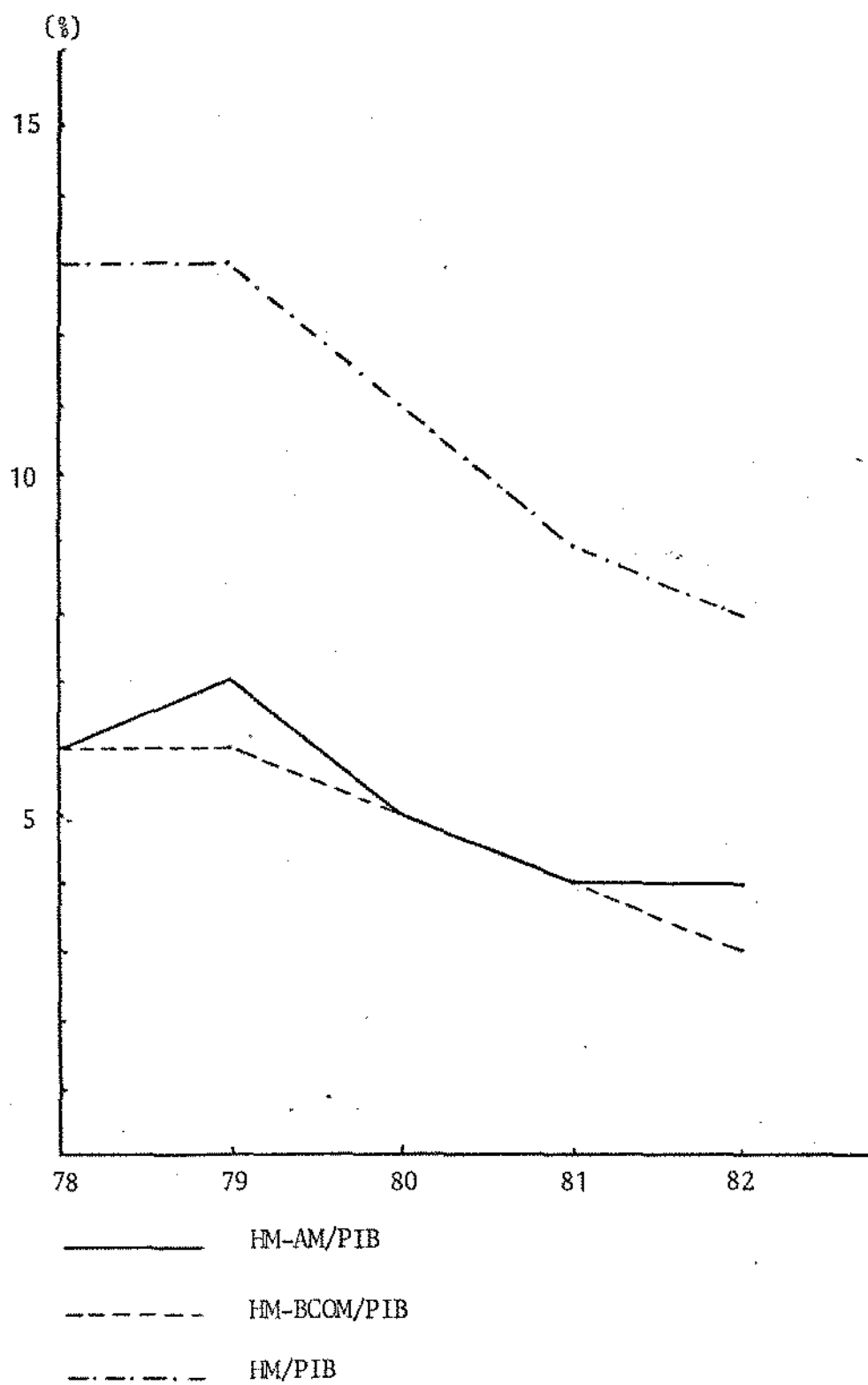
(2) Inclui HM das CEF, CEE e BNCC

elevação do percentual de recolhimento compulsório, em setembro, quando a taxa de variação em 12 meses havia atingido 76,1%". (1)

Para quem acompanha as investidas das Autoridades Monetárias no controle da inflação, o desempenho da política monetária e as justificativas dos constantes insucessos, a persistência monetarista é hilariante. Entretanto, a contenção da moeda por parte das Autoridades Econômicas não constitui evidentemente, uma peça isolada para o "controle da inflação", vinculando-se antes a toda uma política contracionista que utiliza-se, além da contenção do crédito e da elevação da taxa doméstica de juros, do corte direto nos gastos públicos. O desaquecimento da economia

(1) BACEN - Relatório Anual 1982. Brasília. BACEN, 1983. p. 33.

Gráfico 23  
HAVERES MONETÁRIOS/PIB  
(1978-82)



procura "arrefecer a demanda interna" de modo a propiciar o crescimento da "poupança interna" e consequentes superávits comerciais. Em relação ao crédito e à taxa de juros, mais especificamente, buscava-se incentivar internamente a tomada de recursos externos.

## 2.2 - HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS (1979-82)

A relação HFNM/HF é decrescente em 1979. Em 1980, quando a queda dos HFNM em relação ao PIB é proporcionalmente semelhante à dos Haveres Monetários, a relação HFNM/HF mantém-se inalterada em 67%. Em 1981 e 1982, enquanto continua-se a contrair a moeda em relação ao PIB, acelera-se a acumulação financeira dos HFNM que atingem 82% dos Haveres Financeiros em fins de 1982 (ver Quadro 61 e Gráfico 24). Em relação ao PIB, os HFNM, que reduziram-se de 28% em 1978 para 22% em 1980, atingem 37% do PIB de 1982 (ver Quadro 57 e Gráfico 22).

Quadro 61

### HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS/

### HAVERES FINANCEIROS

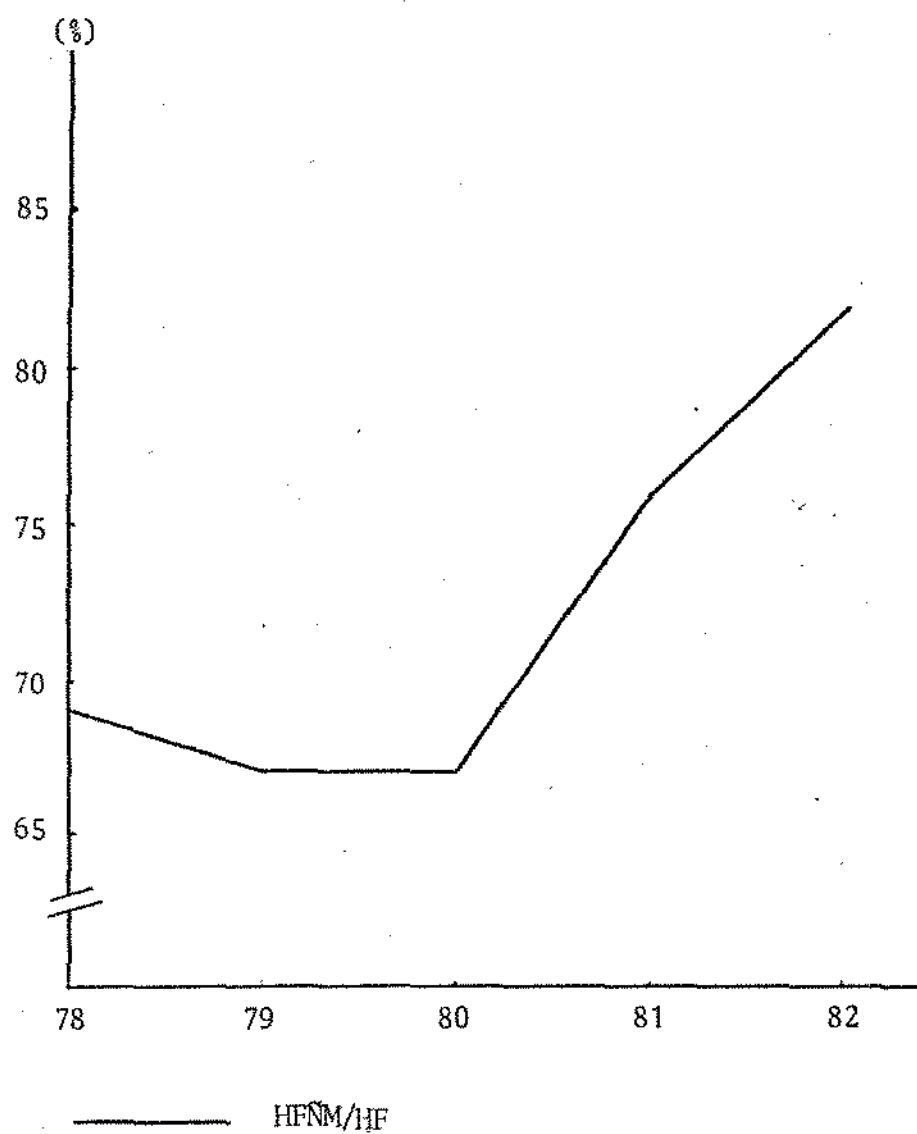
(1978-82)

(%)			
FINAL DE PERÍODO	HFNM/HF	FINAL DE PERÍODO	HFNM/HF
1978	69	1981	76
1979	67	1982	82
1980	67		

Gráfico 24

 $\frac{HFNM}{HF}$ 

(1978-82)





Examinando-se os HFNM discriminadamente, constata-se, entre 1978 e 1980, uma perda da importância relativa tanto das letras de câmbio como dos Títulos Federais (ORTN e LTN, somados). As ORTN e as LTN caem de 34% dos HFNM em 1978 para 29% em 1980 (ver Quadros 62 e 63). Esta perda de participação relativa dos Títulos Públicos Federais, como instrumentos de captação das Autoridades Monetárias, tem aliás início em 1967, quando as ORTN e as LTN representavam 36% do total de HFNM e deve-se, principalmente, à captação de recursos externos pelas próprias Autoridades Monetárias, diretamente através de obrigações e, indiretamente, através de transferências internas, voluntárias e compulsórias, na forma de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (ver itens 3.2 dos capítulos II e III).

A desativação dos Títulos Públicos em 1979 e 1980 pode ser sentida ainda na própria distribuição dos mesmos entre seus principais tomadores. As AM, o BNH, a CEF, o BNDE, os Bancos Comerciais e as Entidades Públicas não-financeiras, que detinham aproximadamente 60% do total de ORTN e LTN em circulação em fins de 1978, são responsáveis por 73% da Dívida Pública em fins de 1979, e 68% em 1980, (ver Quadros 64 e 65).

Além de desativar a Dívida Pública Interna, entre 1979 e meados de 1980, Delfim aplicou diretamente um redutor de 10% nas taxas de juros do mercado.

"As altas taxas de juros, que vinham sendo praticadas no mercado financeiro e que representam importante elemento

## Quadro 62

HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOSVALORES

(1978-82)

(Cr\$ bilhões)

FINAL DE PERÍODO	POUPANÇA E LETRAS IMOBILIÁRIAS	PRAZO FIXO	LETRAS DE CÂMBIO	ORTN E LTN (1)	TOTAL (2)
1978	300	226	128	358	1 059
1979	536	410	187	522	1 739
1980	1 001	639	275	848	2 914
1981	2 511	1 560	494	3 088	8 066
1982	5 750	3 360	1 785	7 863	19 792

FONTE: BOLETIM BACEN

(1) Inclusive OTN

(2) Inclusive Títulos Estaduais e Municipais

## Quadro 63

HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOSPARTICIPAÇÃO RELATIVA

(1978-82)

(%)

FINAL DE PERÍODO	POUPANÇA E LETRAS IMOBILIÁRIAS	PRAZO FIXO	LETRAS DE CÂMBIO	ORTN E LTN	TOTAL (1)
1978	28	21	12	34	100
1979	31	24	11	30	100
1980	34	22	9	29	100
1981	31	19	6	38	100
1982	29	17	9	40	100

(1) Inclusive Títulos Públicos Estaduais e Municipais

Quadro 64  
ORTN E LTN<sup>(1)</sup>  
PRINCIPAIS TOMADORES  
VALORES  
 (1978-82)

(Cr\$ bilhões)

FINAL DE PERÍODO	AM	BNH+CEF + BNDE	BANCOS COMERCIAIS		ENTIDADES PÚBLICAS E FINANCEIRAS	OUTROS	TOTAL
			COMPULSÓRIO	VOLUNTÁRIO			
1978	54	58	31	40	33	142	358
1979	133	119	37	57	33	142	521
1980	242	79	45	182	31	269	848
1981	837	305	80	577	111	1 178	3 088
1982	2 527	750	133	1 111	301	3 040	7 862

FONTE: Boletim BACEN

(1) Não inclusive OTN

Quadro 65  
ORTN E LTN  
PRINCIPAIS TOMADORES  
PARTICIPAÇÃO RELATIVA  
 (1978-82)

(%)

FINAL DE PERÍODO	AM	BNH+CEF + BNDE	BANCOS COMERCIAIS		ENTIDADES PÚBLICAS E FINANCEIRAS	OUTROS	TOTAL
			COMPULSÓRIO	VOLUNTÁRIO			
1978	15	16	9	11	9	40	100
1979	26	23	7	11	6	27	100
1980	29	9	5	21	4	32	100
1981	27	10	2	19	4	38	100
1982	32	9	2	14	4	39	100

de alimentação de expectativas inflacionárias, ensejaram a que o Governo procurasse criar condições para o seu declínio, processo iniciado com a redução da rentabilidade dos títulos públicos, seguido da aplicação do redutor mínimo de 10,0% para as taxas praticadas no segmento livre do mercado financeiro". (1)

Depois da pré-fixação da correção monetária em janeiro de 1980 (a correção cambial, após a maxi-desvalorização de dezembro de 1979 também foi pré-fixada na mesma data), já no segundo semestre de 1980, observa-se uma verdadeira reviravolta na Política Econômica, no sentido da liberação da taxa de juros, do crescimento da Dívida Pública Interna e do ativamento do mercado financeiro.

Os Títulos Federais de longo prazo que passaram a ser resgatados segundo a opção por correção cambial (dado o diferencial com a correção monetária), têm então sua participação relativa entre os HFNM acrescida dos 29% em fins de 1980 para 40% em 1982. Entre os principais tomadores, as AM, o BNH, a CEF, o BNDE, os Bancos Comerciais e as entidades públicas não-financeiras, que tiveram sua parcela elevada entre 1978 e 1980, restabelecem sua participação de 1978, com 62% e 61% dos títulos em circulação em 1981 e em 1982, respectivamente.

Medido em relação ao PIB, os Títulos Federais apresenta-

---

(1) BACEN - Relatório Anual 1979. Brasília, BACEN, 1980. p. 18.

ram queda em 1979 e em 1980. As ORTN e LTN que representavam 9,6% do PIB de 1978, reduzem-se para 6,5% do PIB em 1980. O total de HFNM estabiliza-se em 28% do PIB em 1979 e, em 1980, reduz-se para 22% do Produto. Com a reviravolta da Política Econômica no segundo semestre de 1980, os Títulos Federais passam dos 6,5% do PIB de 1980 para 14,8% do PIB em 1982 e os HFNM, de 22% do PIB de 1980 atingem 37% do PIB de 1982 (ver Quadro 66 e Gráfico 25).

O reaquecimento da Dívida Pública Interna e do mercado financeiro de forma geral, dão-se então em meio ao aprofundamento da crise econômica que começa a apresentar queda real no Produto, e processa-se através da "dolarização" do sistema financeiro num momento em que o Brasil enfrenta uma crise cambial, o dólar valoriza-se no mercado internacional e a taxa de juros reais internacional atinge níveis recordes.

Quadro 66

HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS/PIB<sup>(1)</sup>

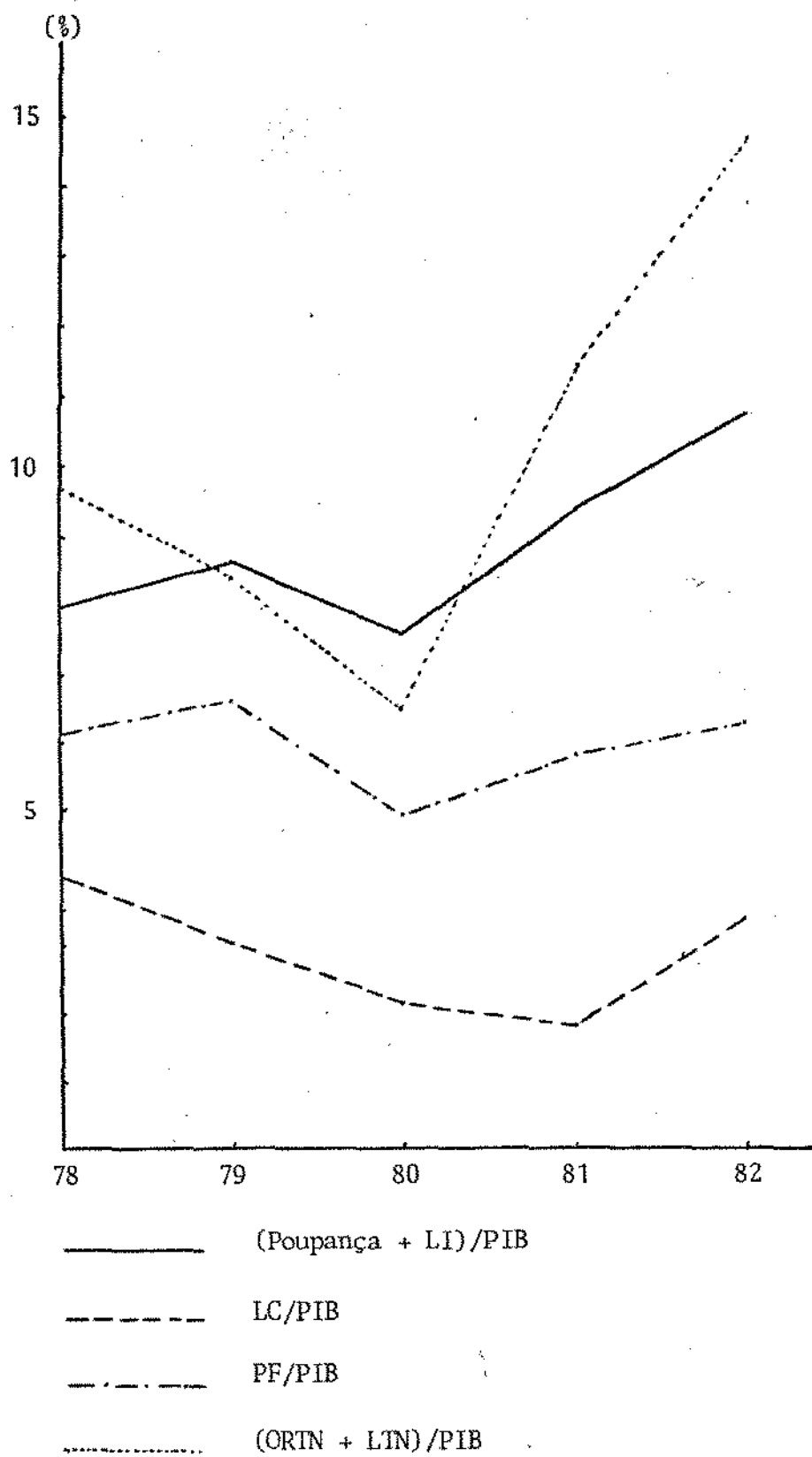
ATIVOS DISCRIMINADOS

(1978-82)

PERÍODO	(%)			
	(POUPANÇA+LI)/ PIB	PF/PIB	LC/PIB	(ORTN + LTN)/ PIB
1978	8,0	6,1	3,5	9,6
1979	8,6	6,6	3,0	8,4
1980	7,6	4,9	2,1	6,5
1981	9,4	5,8	1,8	11,5
1982	10,8	6,3	3,4	14,8

(1) Saldos em final de período/fluxos

Gráfico 25  
HFNM/PIB (ATIVOS DISCRIMINADOS)  
(1978-82)



### 3 - A RUPTURA IMINENTE DA ESTRUTURA MONETÁRIO-FINANCEIRA (1979-82)

#### 3.1 - OS LIMITES DA ACUMULAÇÃO FINANCEIRA (1979-82)

No período 1979-82, o Brasil vê sua Dívida Externa em Moeda crescer de US\$23,6 bilhões e suas Reservas Internacionais contraírem-se em US\$7,9 bilhões, ao mesmo tempo em que só os juros líquidos do período registraram US\$31,0 bilhões. Enquanto o crescimento da Dívida Externa passa a ter completa autonomia dentro do Balanço de Pagamentos brasileiro, na Administração Reagan, retraem-se os empréstimos internacionais aos países endividados.

A nível do comportamento da economia brasileira, após dois anos de relativamente elevadas taxas de crescimento (1979 e 1980), aprofunda-se a crise econômica que, pela primeira vez na história recente, apresenta taxas de crescimento negativas.

Com o impacto externo e o aprofundamento da crise econômica nacional, a acumulação financeira dos Haveres Financeiros Não-Monetários, contida em 1980, foi amplificada a partir de então, com os HFNM crescendo de 22% do PIB de 1980 para 37% do PIB em 1982. Este movimento, que supera mesmo as altas taxas de crescimento relativo dos HFNM no "milagre", aparece então, como o derradeiro movimento da acumulação financeira que, segundo nosso ponto de vista, antecede a ruptura da atual Estrutura Monetário-Financeira Nacional. A agilização do Mercado Financeiro, corre paralela à contração dos Haveres Monetários que de 11% do PIB de 1980, passam a

8% do PIB em 1982.

O desenvolvimento dos HFNM dá-se fortemente amparado na "dolarização" da Dívida Pública, num momento de crise cambial, valorização do dólar frente às demais moedas fortes e elevação da taxa internacional de juros reais. As ORTN passam de 4,5% do PIB em 1980 para 12% do PIB em 1982 e de 20% dos HFNM em fins de 1980 para 32% dos HFNM em fins de 1982.

A "dolarização" do sistema financeiro nacional manifesta-se também na estrutura passiva das instituições financeira que contam cada vez menos com recursos monetários e, cada vez mais, com os recursos externos captados na forma da Resolução 63.

"O volume de débito expresso em moeda estrangeira - daí excluídos o financiamento por instituições oficiais e os 'supplier's credit' - é hoje (março de 1983) não inferior a 35,2 trilhões de cruzeiros, ou o equivalente a seis vezes o total de meios de pagamentos. No sistema bancário, os recursos expressos em moeda estrangeira (36% do passivo total) superam os depósitos, a vista e a prazo, captados domesticamente (28% do passivo total)."<sup>(1)</sup>

Enquanto disparam as ORTN e os HFNM e "dolariza-se" o sistema financeiro, o total de empréstimos dos bancos comerciais,

---

(1) MOURA DA SILVA, A. "Reflexões sobre a crise: qual a saída de curto prazo - Anexo: em Defesa da 'Desdolarização'" in FÓRUM GAZETA MERCANTIL. FMI x Brasil - A Armadilha da Recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil, 1983. p. 159.



de investimento e das financeiras (incluindo repasses externos das duas primeiras instituições), retrai-se em relação ao PIB de 27% em 1978 para 25% em 1982. A queda destes empréstimos é acompanhada pela redução contínua dos Haveres Monetários dos Bancos Comerciais que de 35% dos empréstimos dos Bancos Comerciais e 22% dos empréstimos destas três instituições em 1978, passam em 1982 para 22% dos empréstimos dos Bancos Comerciais e 14% dos empréstimos totais dos Bancos Comerciais, de Investimento e das Financeiras (ver Quadros 67 e 68 e Gráfico 26).

Quadro 67  
EMPRÉSTIMOS/PIB  
(BCOM+BI+FIN)  
 (1978-82)

PERÍODO	EMPRÉSTIMOS (Cr\$ bilhões) (1)				EMPRÉSTIMOS/ PIB (3) (%)
	BCOM(2)	B. INVESTIMENTO	FINANCEIRAS	TOTAL	
1978	636	213	161	1010	27
1979	1097	367	243	1707	27
1980	1907	653	347	2907	22
1981	4092	1336	663	6091	23
1982	8476	2376	2289	13141	25

FONTE: Boletim BACEN

(1) Saldos em final de período

(2) Operações de crédito

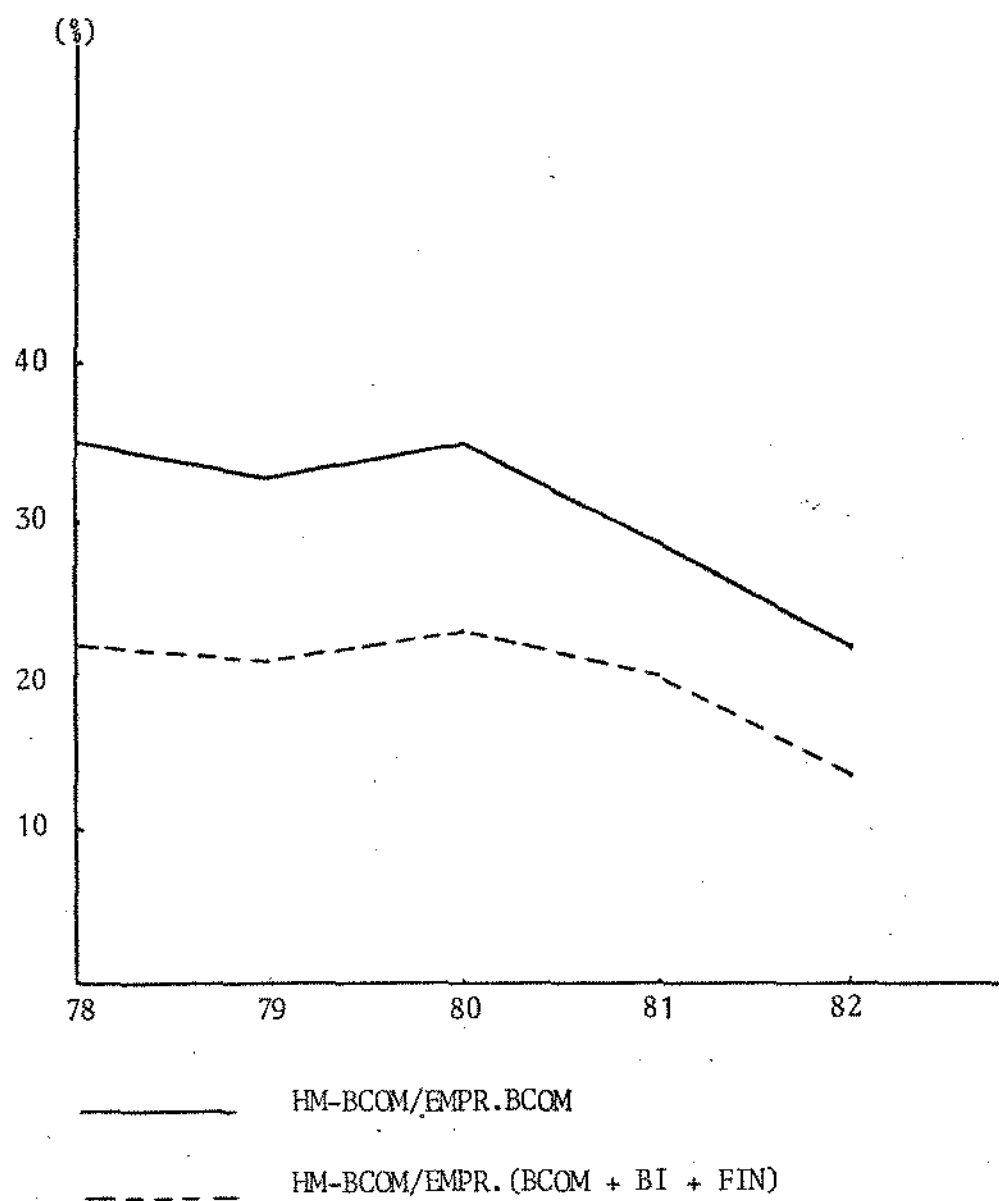
(3) Saldos/Fluxos

Quadro 68  
HM-BCOM/EMPRÉSTIMOS  
(1978-82)

FINAL DE PERÍODO	HM-BCOM (Cr\$ bilhões)	(HM-BCOM) / EMPRÉSTIMOS (%)	
		BCOM	BCOM+BI+FIN.
1978	221	35	22
1979	357	33	21
1980	668	35	23
1981	1200	29	20
1982	1834	22	14

Caem os recursos monetários e elevam-se os recursos externos captados pelos Bancos Comerciais e de investimento. A contenção do crédito interno acaba por reforçar o endividamento externo destas instituições e a "dolarização" dos contratos financeiros. Os recursos externos dos Bancos Comerciais (líquidos dos depósitos registrados em moeda estrangeira no Banco Central) que representavam 17% de seus empréstimos em 1978, passam para 38% deste total em 1982. Para os bancos de investimento, o percentual recursos externos/empréstimos totais, 19% em 1978, atinge 31% em 1982 (ver Quadros 69 e 70 e Gráfico 27).

Gráfico 26  
HM-BCOM/EMPRÉSTIMOS  
(1978-82)



Quadro 69  
BANCOS COMERCIAIS  
RECURSOS EXTERNOS/EMPRESSTIMOS  
 (Saldos - 1978-82)

FINAL DE PERÍODO	RECURSOS EXTERNOS (Saldos Cr\$ bilhões)			RECURSOS EXTERNOS/ EMPRESSTIMOS (%)
	RES 63 (1)	OUTROS (2)	TOTAL	
1978	76	32	108	17
1979	165	63	228	21
1980	377	155	532	28
1981	1051	339	1390	34
1982	2616	616	3232	38

FONTE: Boletim BACEN

(1) Líquidos de Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras

(2) Outras operações cambiais (Saldo líquido)

Quadro 70  
BANCOS DE INVESTIMENTO  
RECURSOS EXTERNOS/EMPRESSTIMOS  
 (Saldos - 1978-82)

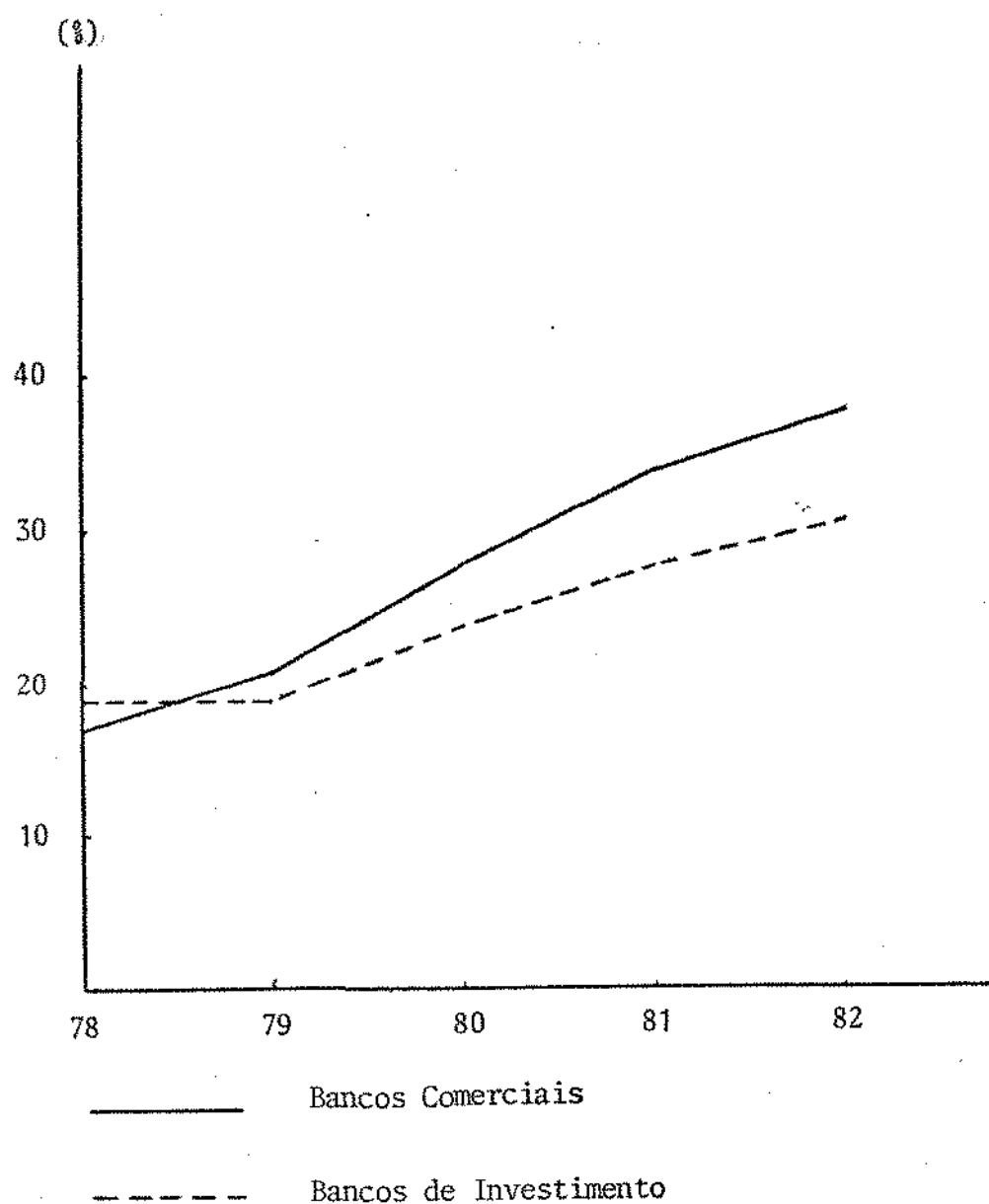
FINAL DE PERÍODO	RECURSOS EXTERNOS (Saldo Cr\$ bilhões) (1)	RECURSOS EXTERNOS/ EMPRESSTIMOS (%)
1978	40	19
1979 (2)	64	19
1980	154	24
1981	369	28
1982	741	31

FONTE: Boletim BACEN

(1) Resolução 63 - não foi possível isolar os Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira no BACEN

(2) Dados de outubro de 1979 (Empréstimos = Cr\$341 bilhões)

Gráfico 27  
BANCOS COMERCIAIS E DE INVESTIMENTO  
RECURSOS EXTERNOS/EMPRESTIMOS  
(1978-82)



Com o nível da taxa real de juros externa, que não encontra paralelo histórico, e com a "dolarização" da Dívida Pública Interna e dos contratos financeiros de forma geral, a acumulação financeira segue autônoma, amplificada, preparando o Sistema Financeiro Nacional para sua própria desestrutuação. Com a paralização dos investimentos públicos e privados e com a crise generalizada, a acumulação financeira desenvolve-se em busca de seu próprio fim, da ruptura da atual Estrutura Monetário-Financeira. Só a inércia frente a esta ruptura iminente, pode explicar o comportamento das Autoridades Monetárias, das Instituições Financeiras e dos agentes econômicos em geral, que acabam por acelerar a acumulação financeira, num uníssono "último canto".

A necessidade de uma reforma financeira faz-se urgente e passa necessariamente pela liquidação dos ativos financeiros na forma em que estão atualmente regulamentados. Nas palavras de João Manoel e Belluzzo:

"A questão financeira, ... vai muito além da já rebarbativa discussão sobre a desdolarização ou sobre qual o título de dívida pública mais adequado para a administração das finanças do governo e da política monetária. É preciso admitir - sob pena de passar por tolo ou incompetente - que o estado de deterioração financeira chegou a tal ponto que não será revertido pela ação dos instrumentos convencionais. Ou são tomadas medidas heróicas ou seremos lançados - muito mais cedo do que se pensa - numa situação de ruptura do sistema de crédito que se se-

guirá à insolvência generalizada das empresas produtivas." (1)

### 3.2 - ORÇAMENTO MONETÁRIO E ORÇAMENTO FISCAL (1979-82)

A partir das políticas monetário-financeiras do período 1979-82, a decomposição das Autoridades Monetárias atinge um nível de total desestruturação. Frente a tal desestruturação e o prenúncio de uma crise financeira generalizada, inicia-se um movimento em busca da integração dos orçamentos federais com o objetivo explícito de transferir recursos do Orçamento Fiscal para o Orçamento Monetário.

Entretanto, do ponto de vista financeiro, tal expediente não passa de mera retórica, visto que os recursos fiscais do Tesouro são totalmente incapazes de resolver o problema financeiro das Autoridades Monetárias. As transferências fiscais para o Orçamento Monetário, constituem, concretamente, cortes diretos nos gastos públicos, de acordo com a política econômica recessiva em curso. As transferências, que não são uma alternativa para a iminente ruptura da Estrutura Monetária e Financeira, apresentam prejuízos incalculáveis para a economia brasileira, com efeitos já catastróficos.

Em 1981, José Carlos de Souza Braga nos alertava:

---

(1) BELLUZZO, L.G.M. e CARDOSO DE MELLO, J.M. - "Introdução" in FÓRUM GAZETA MERCANTIL - FMI X Brasil - A Armadilha da Recessão, São Paulo, Gazeta Mercantil, 1983, p.21.

"A insistência desmedida nas políticas monetaristas de 'estabilização' cuja expressão última, recentemente no Brasil, é a 'unicidade orçamentária' tal como tem sido executada, gera uma tendência a profundas desarticulações da estrutura do desenvolvimento econômico e social." (1)

Especificamente em relação ao Orçamento Monetário, vejamos pois como evoluíram, entre 1979 e 1982, as contas monetárias das Autoridades Monetárias por nós desdobradas no segundo capítulo da Tese para o período 1974-78.

#### A) Aplicações das Autoridades Monetárias

Além das quatro contas ativas analisadas no segundo capítulo, incluímos agora os recursos próprios do Banco Central que, por negativos, constituem um pendente ativo ou "Passivo a Descoberto do BACEN" (Quadros 71 e 72).

O período 1979-82 assiste à queda das reservas internacionais de US\$ 12 bilhões em fins de 1978 para US\$ 4 bilhões em fins de 1982 (conceito de liquidez internacional - ver Quadro 1 do Anexo Estatístico). Considerando-se ainda as "Outras Operações Cambiais do Banco do Brasil", o total das "Operações Cambiais" (Quadro 2 do Anexo) que representavam 25% do Ativo das Autoridades Monetárias em 1978, passam para 11% das aplicações em fins de 1982.

---

(1) BRAGA, J.C.S. - "Os Orçamentos Estatais e a Política Econômica" in BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, R. (orgs.) - Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 1 . São Paulo, Brasiliense, 1982, p.213.



Quadro 71  
CONTAS ATIVAS DAS AM  
 Saldos-Valores  
 (1978-82)

(Saldos em final de período - Cr\$ bilhões)

FINAL DE PERÍODO	OPERAÇÕES CAMBIAIS	TESOURO NACIONAL	CRÉDITOS E EMPRÉSTIMOS	OUTRAS OPERAÇÕES	PASSIVO A DESCOBERTO BACEN	TOTAL
1978 (1)	257	25	610	56	60	1008
1979	463	34	936	141	211	1785
1980	594	218	1525	173	464	2974
1981	1246	457	2642	453	2255	7053
1982	1559	790	4499	122	7014	13984

FONTE: Boletim Bacen

(1) Em relação ao Quadro 44 o Ativo Total foi acrescido de Cr\$ 60 bilhões do "Passivo a Descoberto-BACEN" antes contabilizado nas contas passivas

Quadro 72  
CONTAS ATIVAS DAS AM  
 Saldos-Participação Relativa  
 (1978-82)

(%)

FINAL DE PERÍODO	OPERAÇÕES CAMBIAIS	TESOURO NACIONAL	CRÉDITOS E EMPRÉSTIMOS	OUTRAS OPERAÇÕES	PASSIVO A DESCOBERTO BACEN	TOTAL
1978 (1)	25	2	61	6	6	100
1979	26	2	52	8	12	100
1980	20	7	51	6	16	100
1981	18	7	37	6	32	100
1982	11	6	32	1	50	100

(1) Ver Nota (1) do Quadro 71.

As Operações do Tesouro Nacional com as Autoridades Monetárias vinculadas à Execução Orçamentária, continuam superavitárias em todo o período em análise, mesmo com as transferências de recursos para a CEF. O resultado de caixa do Tesouro nas Autoridades Monetárias transforma o "Déficit Acumulado" (saldo de caixa) de Cr\$ 2 bilhões em fins de 1978 num resultado de caixa acumulado positivo de Cr\$ 1 bilhão em fins de 1982 (A.E. - Quadro 3).

Quanto às Operações do Tesouro com as Autoridades Monetárias não-vinculadas à Execução Orçamentária, que incluem a comercialização do trigo, preços mínimos, pagamentos por conta de terceiros (IAPAS e outros) e adiantamentos para operações especiais (petróleo, estatais e outras), o fluxo anual em 1982 registrou Cr\$ 334 bilhões e o saldo em fins de 1982, Cr\$ 791 bilhões (A.E. - Quadro 4). Somadas, as operações vinculadas e não-vinculadas à Execução Orçamentária (A.E. - Quadro 5), as contas do Tesouro representam apenas 6% das aplicações das Autoridades Monetárias em 1982.

As Operações de Crédito e Empréstimos do Banco Central e do Banco do Brasil (A.E. - Quadros 6 a 10), que representavam 61% das aplicações das AM em fins de 1978, passam para 32% do Ativo em 1982. Entre os Créditos ao Setor Financeiro, os "Refinanciamentos a Manufaturados Exportáveis" que representavam 18% destes créditos em fins de 1978, atingem 58% em fins de 1982. Na distribuição dos créditos por instituições, privilegiam-se os Bancos Comerciais que de 47% dos créditos ao setor financeiro em 1978, passam a receber 73% em 1982. Quanto à distribuição dos empréstimos do Banco do Brasil entre setor público e privado, e dos empréstimos ao setor privado entre os ramos de atividade, não se observam maiores altera-

ções no período.

As "outras operações ativas" estão desdobradas no Quadro 11 do Anexo Estatístico, onde se destacam os "Títulos e Valores Mobiliários" ("conta hospital") e o Imobilizado do Banco Central e do Banco do Brasil S.A.

O pendente ativo do Banco Central, o "Passivo a Descoberto do BACEN", é, de longe, dentre as contas ativas das Autoridades Monetárias, a que apresenta a maior taxa de crescimento no período. Sua participação que registrava 6% das aplicações das Autoridades Monetárias em fins de 1978, atinge 50% do Ativo Total das AM em 1982. Antes de analisarmos o "Passivo a Descoberto do BACEN", passemos pelas contas passivas das Autoridades Monetárias.

#### B) Recursos das Autoridades Monetárias

As contas passivas das AM encontram-se aqui subdivididas em "Recursos Monetários", "Dívida Mobiliária Interna Federal (em poder do público)", "Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras", "Recursos Externos", "Depósitos Diversos" e "Recursos Próprios do Banco do Brasil S.A." (Quadros 73 e 74).

Quadro 73  
 CONTAS PASSIVAS DAS AM  
 Saldos-Valores  
 (1978-82)

(Saldos em final de período- Cr\$ bilhões)

FINAL DE PERÍODO	RECURSOS MONETÁRIOS	DMIF (em poder do público)	DRME	RECURSOS EXTERNOS	DEPÓSITOS DIVERSOS	RECURSOS PRÓPRIOS DO BB	TOTAL
1978 (1)	242	304	141	72	98	151	1008
1979	446	389	342	236	124	248	1785
1980	699	606	593	555	112	409	2974
1981	1188	2251	1462	1152	230	770	7053
1982	2219	5336	2274	1966	695	1494	13984

Fonte: Boletim BACEN

(1) Em relação ao Quadro 46 o passivo total foi acrescido de Cr\$ 60 bilhões pela transferência dos negativos "Recursos Próprios do BACEN" para as contas ativas

Quadro 74  
 CONTAS PASSIVAS DAS AM  
 Saldos-Participação Relativa  
 (1978-82)

(%)

FINAL DE PERÍODO	RECURSOS MONETÁRIOS	DMIF (em poder do público)	DRME	RECURSOS EXTERNOS	DEPÓSITOS DIVERSOS	RECURSOS PRÓPRIOS DO BB	TOTAL
1978 (1)	24	30	14	7	10	15	100
1979	25	22	19	13	7	14	100
1980	23	20	20	19	4	14	100
1981	17	32	21	16	3	11	100
1982	16	38	16	14	5	11	100

(1) Ver Nota (1) do Quadro 73

Os Recursos Monetários, ou seja, os Haveres Monetários das Autoridades Monetárias (A.E. - Quadro 12), que correspondem ao Papel-Moeda em Circulação fora das AM, aos Depósitos dos Bancos Comerciais nas AM e aos Depósitos a Vista no Banco do Brasil, continuamente contraídos, reduzem-se de 24% do total dos recursos das AM em 1978 para 16% em 1982.

A Dívida Mobiliária Interna Federal, desativada em 1979 e 1980 pela captação de recursos externos pelas AM e pela transferência interna de recursos externos através dos Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras, passa (considerando-se os títulos em poder do público) de 30% do passivo das AM em 1978, para 20% em fins de 1980. A partir de então, volta-se a recorrer à Dívida Pública, com a participação crescente das ORTN "dolarizadas". As ORTN que representavam 46% dos títulos federais em circulação em 1978, passam para 81% em 1982, deslocando as LTN para apenas 19% da DMIF (A.E. - Quadro 13). Com a correção cambial superando a correção monetária, o crescimento da Dívida Pública foi garantido pela emissão das ORTN de longo prazo com cláusula de opção por correção cambial. Deve-se salientar ainda que os valores das ORTN estão subestimados, dado que são contabilmente reajustados com correção monetária. Dos Cr\$ 7,9 trilhões de Títulos Federais em Circulação em fins de 1982, Cr\$ 6,4 trilhões correspondiam às ORTN. Deste total, Cr\$ 2,9 trilhões representavam valores subscritos e Cr\$ 3,5 trilhões referiam-se à correção monetária destes valores subscritos que, entretanto, em grande parte foram emitidos com cláusula de opção cambial.

Para as Autoridades Monetárias, a Dívida Mobiliária Interna Federal em poder do público, isto é, deduzida da Carteira de Títulos Federais das AM (A.E. - Quadro 14), que de 30% dos recursos totais, em fins de 1978, passa para 20% de seu passivo em 1980, atinge então, em fins de 1982, 38% dos recursos das Autoridades Monetárias.

Os Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras, que incluem depósitos voluntários e de retenção compulsória (A.E. - Quadro 15 e 16), aparecem com crescente participação entre os recursos das AM até 1981, quando alcançam 21% do Passivo Total. Em fins de 1978, 78% dos DRME eram representados pelos depósitos em retenção compulsória temporária <sup>(1)</sup>. Com a aceleração das mini-desvalorizações cambiais e com a iminência da maxi-desvalorização de dezembro de 1979, cresce a participação dos depósitos voluntários dentre o total dos DRME que de 22% em 1978, atingem 81% dos DRME em fins de 1982 <sup>(2)</sup>. O refluxo dos ingressos externos a partir de 1982 desativa os Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras que dos 21% dos recursos das AM em 1981, passam para 16% destes em fins de 1982.

Entre 1978 e 1981 não crescem simplesmente os DRME, que representam concretamente recursos externos captados por bancos e

---

(1) Para o setor privado, o cronograma de liberação foi alterado em 16.01.80 (Resolução nº 595), com parcelas de 25% liberadas imediatamente, após 60, 90 e 120 dias.

(2) A Resolução 432 teve a livre movimentação de seus recursos restringida de 07.12.79 a 16.06.82.

empresas e transferidos internamente para as Autoridades Monetárias. Crescem também os Recursos Externos das AM na forma de obrigações do Banco Central e do Banco do Brasil e na forma de ingressos de recursos externos através da Resolução 63 para o Banco do Brasil (A.E. - Quadro 17). De 7% dos recursos totais das AM em 1978, estes recursos passam para 19% em fins de 1980. Com o refluxo dos empréstimos externos, e com a realimentação da Dívida Pública "dolarizada", os recursos externos das AM reduzem-se para 14% do Passivo das AM em fins de 1982.

Somados os DRME e os Recursos Externos das AM, obtém-se em operações passivas com recursos externos, 21% do passivo total das AM em fins de 1978, 39% em fins de 1980 e 30% em fins de 1982. Considerando-se os DRME, os Recursos Externos das AM e a Dívida Pública em poder do público (na sua maior parte "dolarizada") obtém-se 68% do total dos recursos das AM em fins de 1982. Este percentual nos fornece a dimensão da "dolarização" alcançada pelas Autoridades Monetárias na captação de seus recursos.

Quanto aos "Depósitos Diversos", a eliminação dos "Restituíveis sobre Importações" em fins de 1979, reduz a participação desta conta de 10% dos recursos das AM em 1978 para 5% em 1982. Em 1980 e 1981 é algo significativa a importância dos "Empréstimos Compulsórios" sobre rendimentos não-tributáveis (D.L. 1782) e recorre-se à captação de depósitos a prazo através do Banco do Brasil com RDB não negociáveis (A.E. - Quadro 18).

Dentre os recursos das Autoridades Monetárias, os Recursos Próprios do Banco do Brasil, como soma do Patrimônio Líquido e

dos Fundos e Programas administrados pelo Banco do Brasil (exclusive os repasses do PASEP para o BNDE), sofrem redução relativa. Os dados estão parcialmente prejudicados e a redução relativa não é tão significativa se considerarmos apenas o Patrimônio Líquido do Banco do Brasil no Passivo Total das AM (A.E. - Quadro 19).

### C) Passivo a Descoberto do Banco Central

Na apresentação do segundo capítulo da Tese, definimos como recursos próprios do Banco Central tanto seu Patrimônio Líquido como os recursos de Fundos e Programas Administrados pelo BACEN e o serviço da Dívida Pública (ver Quadro 20 do Anexo Estatístico). Este procedimento, justificado pela natureza original da contabilização das Autoridades Monetárias, visa consolidar o movimento de créditos e débitos originários das operações das Autoridades Monetárias nestas contas.

Em 1980, o emaranhado das contas monetárias apanharia os próprios "contadores" do Banco Central, assustados em ver "seu" patrimônio líquido reduzir-se e preocupados em "acertar" as contas com o Tesouro. Em setembro de 1980, vem então à público, a justificativa destes "contadores":

"A redução de Cr\$13 940 milhões nos recursos próprios do Banco Central em agosto foi consequência direta do pagamento de juros e dos reajustes sobre os depósitos registrados em moeda estrangeira, que ainda não foram transferidos para o orçamento fiscal, permanecendo sob a



responsabilidade do Banco Central." (1)

A despeito das reivindicações destes "contadores", o Patrimônio Líquido do Banco Central continuou reduzindo-se, tornou-se negativo já em 1980 e atingiu Cr\$ 1,3 trilhões negativos em fins de 1982.

Para o nosso conceito de recursos próprios do Banco Central, como já salientamos, utilizamos tanto o negativo patrimônio líquido do BACEN como o Serviço da Dívida Pública (A.E. - Quadro 21) e os Recursos de Fundos e Programas líquidos de "adiantamentos" (A.E. - Quadro 22). De fato, tanto o serviço da dívida pública como os juros e reajustes dos recursos externos que estão contabilizados nas contas de resultado do BACEN constituem a valorização contábil dos recursos captados pelas Autoridades Monetárias. A parcela do serviço da Dívida Pública associada à Carteira das AM não nos traz maiores problemas, posto que aparece contabilizada a crédito do BACEN e portanto liquidamente se cancela.

Os recursos próprios do BACEN por nós definidos, já constituem um pendente ativo em fins de 1978, quando representam Cr\$ 60 bilhões negativos, ou seja, 6% das aplicações totais. O impacto da política monetário-financeira na estrutura das Autoridades Monetárias fará finalmente com que, em fins de 1982, o Passivo a Descoberto do BACEN alcance Cr\$ 7 trilhões, correspondentes a 50% do Ativo Total das Autoridades Monetárias.

---

(1) BACEN - Informativo Mensal. Brasília, BACEN, set./1980 p.2.

Para se entender melhor o que constitui este passivo a descoberto, considere-se que em fins de 1982, de um total de Cr\$ 14 trilhões de recursos das AM (distribuídos entre recursos monetários, títulos federais em poder do público, depósitos registrados em moedas estrangeiras, recursos externos, depósitos diversos e recursos próprios do Banco do Brasil), o total das aplicações das Autoridades Monetárias entre operações cambiais, operações com o Tesouro, Créditos e Empréstimos e outras operações, somava apenas Cr\$ 7 trilhões, ou seja, 50% dos recursos totais. Os restantes 50% correspondiam então a um "buraco financeiro", ao Passivo a Descoberto do Banco Central.

A natureza e o desenvolvimento deste passivo a descoberto estão associados ao impacto da política monetária e financeira do período na estrutura das Autoridades Monetárias. Reduzem-se os recursos monetários ao mesmo tempo em que se expandem os recursos externos captados diretamente pelas AM, e indiretamente, através de transferências internas na forma de depósitos registrados em moeda estrangeira e a Dívida Pública desenvolve-se "dolarizada". Enquanto os recursos monetários caem de 24% do passivo das AM em 1978 para 16% em 1982, a soma da Dívida Pública em poder do público, dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira e dos Recursos Externos, 51% em 1978, atinge 68% dos recursos das AM em 1982.

Quando, a partir de 1978, acelera-se a desvalorização cambial do cruzeiro e elevam-se as taxas internacionais de juros, as Autoridades Monetárias, além da contração monetária, recorrem direta e indiretamente aos recursos externos e dolarizam a Dívida Pública.

Evidentemente, as operações ativas das AM, além das reservas que então se esvaem, não podem acompanhar a evolução destes recursos "dolarizados". Como compatibilizar os créditos e empréstimos das Autoridades Monetárias com uma estrutura passiva "dolarizada"? O resultado inequívoco foi o crescimento do "buraco financeiro" das Autoridades Monetárias que atinge 50% de seus recursos em 1982.

Querer então "resolver" o atual impasse das AM com transferências fiscais para o Orçamento Monetário significa antes de mais nada, submeter a economia brasileira a um "ajuste" através do corte direto nos gastos públicos. Mesmo porque os recursos fiscais transferíveis são insignificantes para conter a deterioração já autônoma das Autoridades Monetárias. Em 1982, enquanto o passivo a descoberto das AM atingia uma variação anual de Cr\$ 4,8 trilhões (fluxo líquido - ver Quadro 22 do Anexo Estatístico), o total da receita arrecadada pelo Tesouro Nacional atingia apenas Cr\$ 4,6 trilhões (A.E. - Quadro 3). Ou seja, mesmo que se utilizasse o total dos recursos do Tesouro, não seria coberto sequer a variação do "buraco financeiro" das AM.

As transferências do Orçamento Fiscal para o Orçamento Monetário não podem resolver o estado de deterioração geral das Autoridades Monetárias Brasileiras. As transferências constituem uma maneira mal disfarçada de promover a recessão através de cortes nos gastos públicos. Os recursos fiscais, insignificantes para sustentar o Sistema Monetário-Financeiro em decomposição, são, como se sabe, fundamentais para a atividade econômica.

Sustentar as transferências do Orçamento Fiscal para o Orçamento Monetário, por parte de uns, é manifestação de mera ingenuidade; para outros, entretanto, constitui simplesmente uma justificativa para os cortes nos gastos públicos e para o aprofundamento da crise, com consequências econômicas e sociais imprevisíveis.

Se as transferências fiscais simplesmente provocam a recessão sem resolver a iminente ruptura das Autoridades Monetárias e do Sistema Monetário-Financeiro Nacional, a política recessiva de ajuste monetário do balanço de pagamentos acaba por submeter a sociedade brasileira a uma crise econômica sem precedentes históricos sem que se resolva o impasse externo que é, como vimos, de natureza essencialmente financeira.

FINALE

A TÍTULO DE CONCLUSÃO

A Tese percorre o movimento da Dívida Externa, dos Haveres Financeiros e das Autoridades Monetárias nos anos setenta, precisamente entre 1968 e 1982. Este período foi por nós subdividido em três subperíodos, o do "milagre" de 1968 a 1973, aqui denominado, para efeitos da acumulação financeira que o acompanhou, "Allegro Vivace", o da desaceleração econômica pós-73 sob a administração econômica de Simonsen (1974-78) que intitulamos de "Andante" e o período de 1979 a 1982 em que, em "Prestíssimo", o Sistema Financeiro Nacional, montado em meados dos anos sessenta, caminha rumo a seu colapso.

O período compreende portanto a Estrutura Financeira Brasileira que vigora a partir das Reformas Bancária e do Mercado de Capitais de 1964-66 e que, segundo nosso trabalho, encontra-se em fase de liquidação.

As Reformas Bancária e Financeira, vieram para adaptar a Estrutura Financeira Nacional aos novos requisitos do padrão de acumulação em vigor a partir da industrialização do "Plano de Metas". Num primeiro momento, que corresponde à crise dos anos sessenta (1962-67), as reformas significaram a "substituição" dos Haveres Monetários por Haveres Financeiros Não-Monetários que se desenvolvem a partir das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN. Até 1967 (e desde 1956), o total de Haveres Financeiros mantém-se relativamente estável num patamar de 24% do Produto Interno Bruto Brasileiro. Entre 1956 e 1962 os Haveres Monetários correspondem a 22% e os Haveres Financeiros Não-Monetários a 2% do PIB. Entre 1962 e 1967, entretanto, para um mesmo total

de Haveres Financeiros em relação ao PIB (25% em 1967), os HM caem para 18% e os HFNM passam para 7% do PIB. As reformas financeiras, portanto, até 1967, não alteram o volume total de crédito e intermediação financeira em proporção ao Produto.

A partir de 1968, a Estrutura Financeira Nacional sofrerá o impacto da internacionalização do circuito financeiro que se desenvolve a partir da crise do dólar. O Brasil, arcando com o diferencial entre as taxas de juros de empréstimo e de captação, absorve a liquidez internacional através dos empréstimos em moeda, repassando os dólares "estéreis" do ponto de vista de nossas transações correntes ao Mercado Financeiro Internacional, com a acumulação de reservas que em fins de 1973 representavam 104% das importações do exercício.

Internamente, as reservas internacionais brasileiras eram convertidas em Dívida Pública Federal Interna, sendo que em dezembro de 1973, para um total de US\$ 6,4 bilhões de reservas equivalentes a Cr\$ 39,9 bilhões, o valor das ORTN e LTN em circulação correspondia a Cr\$ 38,3 bilhões.

Tendo como "base financeira" o próprio Circuito Financeiro Internacional (que ironicamente significava a desestruturação do Sistema Monetário resultante do acordo de "Bretton Woods"), e considerando-se as reformas monetário-financeiras, a economia brasileira, apresentando as altas taxas de crescimento que caracterizaram o "milagre", assistirá a uma acumulação dos Haveres Financeiros totalmente anômala, sem precedentes históricos. Dos 25% em re-

lação ao PIB de 1967 (o mesmo percentual de 1957), os HF alcançaram 42% do PIB em 1973. Neste período (1968-73), os HM mantiveram-se estáveis em relação ao PIB (em 18%), sendo que o desenvolvimento dos HF refere-se exclusivamente ao crescimento da relação HFNM/PIB de 7% para 24% em apenas seis exercícios.

O ingresso autônomo de empréstimos em moeda para o Brasil, que de 2% do PIB em 1967, alcança 10% do PIB em 1973, foi garantido pelas baixas taxas de juros internacionais e pelo movimento de desvalorização do dólar no Mercado Financeiro Internacional que desvalorizava automaticamente o cruzeiro em relação às demais moedas fortes com que o cruzeiro se confronta. Internamente, deve-se lembrar, toda a estrutura financeira, a partir das reformas de 1964, encontrava-se atrelada às ORTN com correção monetária do cruzeiro e taxas reais de juros positivas.

Com a desaceleração econômica pós-"milagre" e com a crise do petróleo literalmente absorvida pelo Circuito Financeiro Internacional, prossegue nosso endividamento externo em moeda que, dos 10% do PIB de 1973, atinge 18% do PIB em 1978.

As reservas internacionais brasileiras decrescem concretamente em 1974 e em 1975, e a contrapartida de sua acumulação, entre 1976 e 1978, estaria assegurada pelos Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras e pela captação de Recursos Externos pelas próprias Autoridades Monetárias.

Os Haveres Financeiros, que representavam 42% do PIB de



1973, mantêm-se em 41% do PIB em 1978. Observa-se contudo o desenvolvimento dos HFNM de 24% do PIB de 1973 para 28% do PIB de 1978. Da mesma forma que na crise dos anos sessenta, os HFNM "substituem" os HM constantemente contraídos em busca da contenção da "demanda inflacionária". As Políticas Monetária e Creditícia de corte nitidamente monetarista, adotadas em 1976 para o "ajuste" do Balanço de Pagamentos acabaram por reduzir os HM de 18% do PIB de 1973 para 13% em 1978, enquanto os HFNM de 24% alcançam 28% do PIB de 1978, criando um componente estrutural de elevação da taxa interna de juros.

O ingresso de empréstimos externos neste período seria propiciado pelo diferencial entre a taxa de juros internacional e a taxa de juros doméstica. Enquanto que no Mercado Financeiro Internacional vigoravam taxas de juros reais negativas e o dólar desvalorizava-se no mercado financeiro internacional, liberavam-se as taxas de juros internas e a Correção Monetária, mesmo em parte expurgada a partir de 1976, garantia juros reais positivos para os Ativos Financeiros Internos.

Para o período 1979-82, o crescimento do endividamento externo já se dá de forma autônoma e os limites operacionais dos bancos internacionais que desenvolveram o Circuito Financeiro Internacional, ao lado da política monetário-financeira da Administração Reagan, provocará a retração do crédito externo. Cegamente, a Comunidade Financeira Internacional, preocupa-se agora com a "cobrança" dos juros que em 1982 já representavam 56% do total das exportações brasileiras.

Aprofunda-se em 1981 a crise econômica brasileira, depois de dois exercícios de relativamente elevadas taxas de crescimento. Pela primeira vez na história econômica brasileira recente, o Produto apresenta taxas de crescimento negativas.

As alterações no cenário financeiro internacional e o descompasso da Política Monetário-Financeira Nacional, provocaram, após a maxidesvalorização de dezembro de 1979 e a prefixação das correções monetária e cambial em 1980 uma acumulação financeira dos HFNM num ritmo sem precedentes, superior mesmo ao verificado durante o "milagre".

Os HM continuam sempre sendo contraídos, passando a 8% do PIB em 1982. Os HFNM, que com a pré-fixação das correções, reduziram-se para 22% do PIB de 1980, nível inferior ao de 1973 (24%), elevam-se a partir de 1981 para atingirem 37% do PIB em fins de 1982. Em movimento "prestíssimo" o Sistema Monetário-Financeiro montado nos anos sessenta, caminha para a sua total destruturação.

Com a contração do crédito interno, dolariza-se a estrutura passiva das instituições financeiras. Os HFNM, por sua vez, passam a ter como ponto de apoio, uma Dívida Pública "dolarizada" e crescem desenfreadamente rumo ao colapso. O Sistema Financeiro Nacional passa então a internalizar as altas taxas de juros internacionais e a valorização do dólar da Administração Reagan.

Dentro do quadro de crise aberta da economia brasileira,

o Sistema Financeiro Nacional encontra-se em plena fase de liquidação. As empresas que recorreram tanto ao endividamento externo como interno, os consumidores e os mutuários do Sistema Financeiro da Habitação que se endividaram na fase de crescimento econômico, aprofundam seu nível de endividamento, agora autônomo. Ante a crise generalizada, as dívidas acumuladas e amplificadas pelas próprias despesas financeiras, decolam de sua base de sustentação real e as "promessas" de pagamento por conta de rendimentos futuros, agora não mais esperados, ameaçam fazer ruir todo o Sistema Financeiro.

À instabilidade do setor financeiro, agrega-se em especial a total desestruturação das Autoridades Monetárias, fruto de equivocadas medidas de política monetária por anos a fio. Enquanto a correção monetária era significativamente superior à correção cambial do cruzeiro, o Banco Central manteve, com recursos da Dívida Pública, elevados níveis de reservas internacionais. Quando, a partir de 1978, aceleram-se as mini-desvalorizações e recorre-se à maxidesvalorização do cruzeiro frente ao dólar, as Autoridades Monetárias, com reservas decrescentes, dolarizam sua estrutura passiva através das ORTN cambiais, dos Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras e de recursos externos. A contração monetária, por sua vez, além de provocar diretamente a elevação da taxa de juros doméstica, acaba por reduzir a parcela de recursos não-remunerados no passivo total das Autoridades Monetárias. Desta forma, a Política Monetária, em seus reflexos na estrutura das Autoridades Monetárias, termina por corroer o próprio Orçamento Monetário.

Em fins de 1982, o saldo total das aplicações das AM representava apenas 50% de seus recursos, acusando portanto um "passivo a descoberto" de 50%. Se examinarmos os fluxos das contas monetárias, o quadro agrava-se, com o "passivo a descoberto do BACEN" sendo responsável por 69% dos recursos totais das AM em 1982. Somente a título de curiosidade, para que o "passivo a descoberto" não se desenvolvesse, as AM deveriam cobrar pelos seus empréstimos, quase que o dobro da correção cambial e juros com que remuneraram seus passivos, posto que 68% de seus recursos correspondem à Dívida Pública em poder do público, aos Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras e aos Recursos Externos das Autoridades Monetárias em dezembro de 1982. Dentro deste contexto, com as Autoridades Monetárias encalacradas, uma reforma monetária aparece então como necessidade urgente.

Curiosamente, no momento em que redijo estes últimos parágrafos da Tese, as Autoridades Econômicas em fim de mandato preconizam uma "Reforma" que visa separar o Banco do Brasil do Banco Central, relegando ao Ministério da Fazenda a Dívida Mobiliária Interna Federal - o debate entre técnicos e acadêmicos ganha espaço na imprensa nacional.

Com a propalada "Reforma", que seria grotesca se não fosse suicida, procura-se "salvar" as Autoridades Monetárias transferindo-se para o Tesouro Nacional o resultado acumulado de destinadas medidas de Política Monetária. Tal operação, cujo princípio é o mesmo que tem governado as transferências fiscais para o

Orçamento Monetário, é, evidentemente, altamente perniciosa para a economia brasileira. As experiências com as transferências fiscais para o Orçamento Monetário, que é uma forma mais tímida e amena que a anunciada transferência da Dívida Pública para o Ministério da Fazenda, já tem-nos dado mostras inequívocas do significado dos cortes nos gastos públicos para a economia e a sociedade brasileiras.

O "buraco financeiro" das Autoridades Monetárias, que tem sua origem no desacerto da Política Monetária e que se consubstancia no "Serviço da Dívida Pública" e no "Pendente Ativo do Banco Central" não tem a mínima condição de ser herdado pelo Tesouro Nacional. Não há como "salvar" o Sistema Monetário com recursos fiscais. Sem resolver o problema monetário, cria-se ainda, artificialmente, um problema fiscal. Os dados levantados na Tese, mostram que para uma arrecadação total do Tesouro em 1982 de Cr\$ 4,6 trilhões, a variação do "Passivo a Descoberto", sozinha, alcançou Cr\$ 4,8 trilhões no mesmo ano.

Apressam-se as Autoridades Monetárias em "corrigir" o negativo patrimônio líquido do Banco Central, através da remuneração da Carteira Própria das AM que absorve hoje mais de 50% dos Títulos Federais. Com esta façanha contábil, eleva-se o "Serviço da Dívida Pública" e prepara-se a "Reforma".

Quebra-se o Tesouro Nacional para pretensamente se salvar o Sistema Monetário que, contudo, ao lado do Sistema Financeiro Habitacional e de toda a estrutura financeira direcionada às

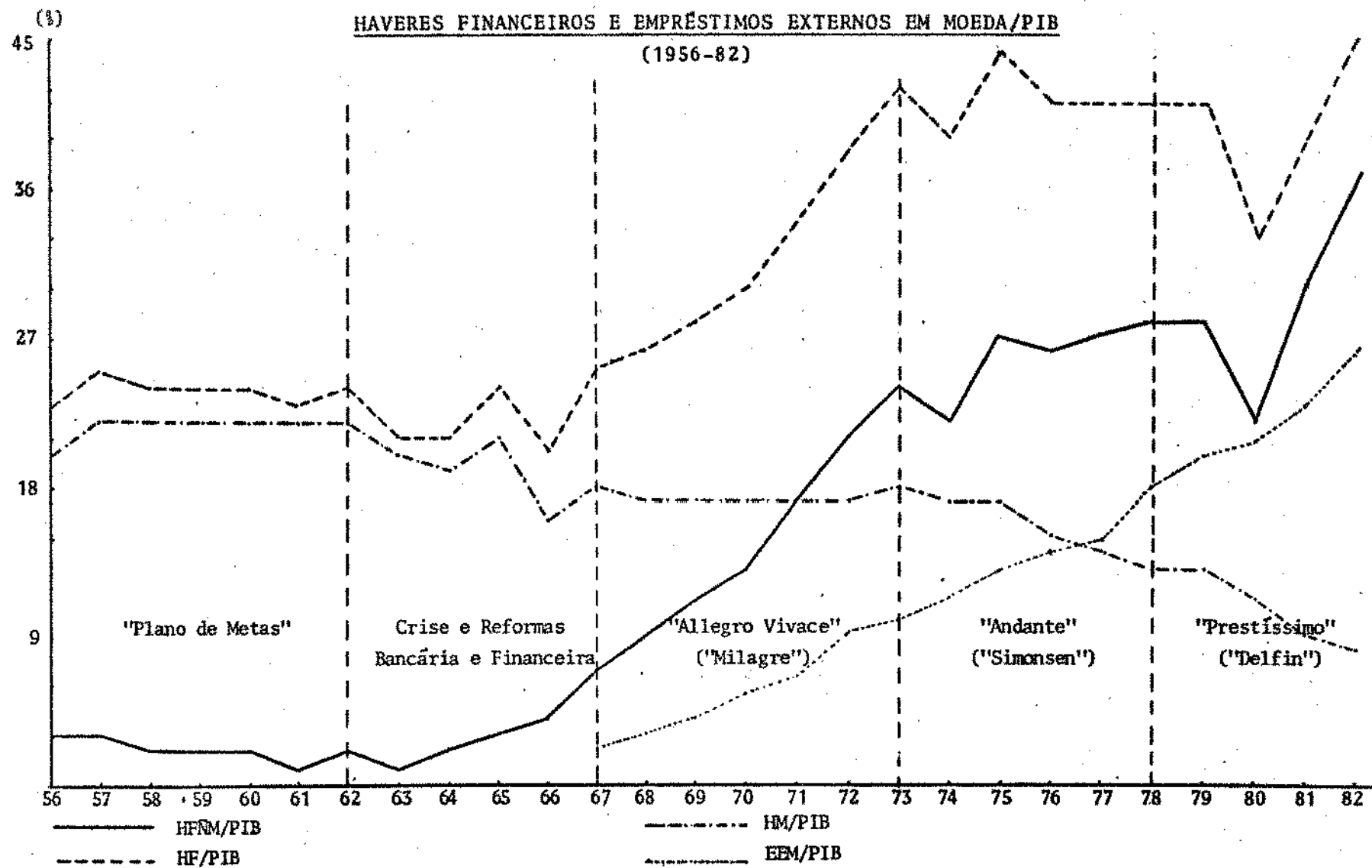
empresas e aos consumidores, aponta para o remate final deste Sistema Monetário e Financeiro desenhado nas reformas dos anos sessenta.

Dado o estado de total deterioração do atual Sistema Monetário, qualquer reforma séria, que não tenha a suicida intenção de desestruturar definitivamente o Orçamento Fiscal, implica necessariamente em sancionar prejuízos - a perda dos ganhos fictícios. Esperamos que neste desenredo, possa-se resguardar a economia e a sociedade brasileiras dos efeitos já catastróficos do tanto desenfreado como estéril movimento da acumulação financeira em busca de seu próprio fim.

Gráfico 28

HAVERES FINANCEIROS E EMPRÉSTIMOS EXTERNOS EM MOEDA/PIB

(1956-82)



## BIBLIOGRAFIA



ARIDA, P. (org.). Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural  
— o Brasil Diante da Crise. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.

BACHA, E. L. "O Impacto da Flutuação Cambial sobre os Países Subdesenvolvidos: Experiências Latino-Americanas nos Anos 70" in Pesquisa e Planejamento Econômico v.10 nº 2. Rio de Janeiro, IPEA, 1980.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Balancete Analítico. Brasília, BACEN, julho de 1981.

\_\_\_\_\_. Boletim Mensal (Diversos números). Brasília, BACEN.

\_\_\_\_\_. Depósitos Compulsórios: Retrospectiva e Avaliação  
(mimeo). São Paulo, DESPA/REPEC/BACEN, 1979.

\_\_\_\_\_. Informativo Diário (diversos números). Brasília, BACEN.

\_\_\_\_\_. Informativo Mensal (diversos números). Brasília, BACEN.

\_\_\_\_\_. Relatório Anual (1967-83). Brasília, BACEN.

BATISTA Jr., Paulo N. "Participação Brasileira no Mercado Financeiro Internacional: Custo e Perfil da Dívida Externa (1968-1979)" in Estudos Especiais IBRE nº 2: Ensaaios sobre o setor Externo da Economia Brasileira. Rio de Janeiro, FGV, 1981.

\_\_\_\_\_. Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello e CARDOSO DE MELLO, João Manoel.

"Reflexões sobre a Crise Atual" in BELLUZZO, L. G. M. e COUTINHO, Renata (Orgs.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 1. São Paulo, Brasiliense, 1982.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello e COUTINHO, Luciano G. "O Desenvolvimento do Capitalismo Avançado e a Reorganização da Economia Mundial no Pós-Guerra" in BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello e COUTINHO, Renata (Orgs.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 1. São Paulo, Brasiliense, 1982.

BONELLI, Regis e MALAN, Pedro S. "Os Limites do Possível: Notas sobre Balanço de Pagamentos e Indústria nos anos 70" in PPE nº 6. Rio de Janeiro, IPEA, 1976.

BRAGA, J. C. S. "Os Orçamentos Estatais e a Política Econômica" in BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello e COUTINHO, Renata (Orgs.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 1. São Paulo, Brasiliense, 1982.

BRUNHOFF, Suzanne de. "Circulación Financiera Internacional y Crisis Capitalista" in Investigación Económica nº 144, 1978.

\_\_\_\_\_. A Política Monetária. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1978.

- CALABI, A., LEVY, P. e REISS, G. Geração de Poupança e Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. São Paulo, FIPE, 1981.
- CARDOSO DE MELLO, João Manoel. O Capitalismo Tardio. São Paulo, Brasiliense, 1982.
- CEPAL. "O desenvolvimento Recente do Sistema Financeiro da América Latina" in SERRA, José (Coord.). América Latina - Ensaio de Interpretação Econômica. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1976.
- CRUZ, Paulo Davidoff. Dívida Externa, Política Econômica e Padrões de Financiamento: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta (tese de doutorado - mimeo). Campinas, UNICAMP, 1984.
- DELFIN NETO, A. Diagnóstico sobre a Inflação - Visão Geral (mimeo). São Paulo, FEA-USP, 1970.
- EPEA. Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social - Diagnóstico Preliminar - Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais (1947 - março de 1964). Brasília, Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, 1966.
- ESTÉVEZ, J. e LICHTENSZTEJN, S. Nueva Fase del Capital Financiero. México, Nueva Imagem, 1981.
- FENDT Jr., Roberto. Mercado Aberto e Política Monetária. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.

- FERREIRA, Edésio F. "A Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil" in IBMEC. Política Monetária e Dívida Pública. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.
- FORUM GAZETA MERCANTIL. FMI X Brasil - A Armadilha da Recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil, 1983.
- FURUGUEM, A. S. "Aspectos da Política Monetária no Brasil" in CARNEIRO, Dionísio Dias (coord.). Brasil: Dilemas da Política Econômica. Rio de Janeiro, Campus, 1977.
- GOMES DE ALMEIDA, Julio Sergio. As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: o Descaminho do Projeto Liberal (Tese de Mestrado - mimeo). Campinas, UNICAMP, 1980.
- HYMER, Stephen. Empresas Multinacionais: A Internacionalização do Capital. Rio de Janeiro, Graal, 1978.
- JALORETTO, C. "Organismos Financeiros Internacionais" in BACEN. Informativo Regional - SP. v.18 nº 2. São Paulo, BACEN, fevereiro de 1984.
- KANDIR, A. A Instabilidade do Mercado Habitacional (Tese de Mestrado - mimeo). Campinas, UNICAMP, 1983.
- LEMGRUBER, Antônio Carlos. Subsídios e Inflação (mimeo). Rio de Janeiro, FGV, 1979.

- \_\_\_\_\_. A Taxa de Inflação: a Programação Monetária e o Impacto dos Subsídios em 1979 e 1980 (mimeo). Rio de Janeiro, FGV, 1980.
- LESSA, Carlos. Quinze Anos de Política Econômica. São Paulo, Brasiliense, 1983.
- LUNDBERG, E. L. "Causas e Conseqüências da Evolução Negativa dos Recursos Próprios do Banco Central do Brasil" in BACEN. Informativo Regional-SP. v.17, nº 9. São Paulo, BACEN, setembro de 1983.
- MARTONE, Celso Luiz. Os Canais de Criação de Moeda e o Problema do Controle Monetário no Brasil (mimeo). São Paulo, FEA/IPE/USP, 1980.
- \_\_\_\_\_. Orçamento Monetário (mimeo). São Paulo, FEA/IPE/USP, 1980.
- MONTORO FILHO, André Franco. "Dívida e Crédito Público no Brasil — Uma proposta de Consolidação", in VII Encontro Nacional de Economia. Atibaia, ANPEC, 1979.
- MOURA DA SILVA, Adroaldo (coord.). Inflação e Mercado de Capitais — A Experiência Brasileira. São Paulo, Bolsa de Valores, 1977.
- \_\_\_\_\_. Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas (mimeo). São Paulo, FEA/IPE/USP, 1979.

- MOURA DA SILVA, A. "Reflexões Sobre a Crise: Qual a Saída de Curto Prazo - Anexo: em Defesa da 'Desdolarização'" in FÓRUM GAZETA MERCANTIL. FMI X Brasil - A Armadilha da Recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil, 1983.
- NESS Jr., Walter L. A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.
- PASTORE, Afonso Celso. "Aspectos da Política Monetária Recente no Brasil" in Estudos Econômicos v.3. São Paulo, IPE/USP, 1973.
- PEREIRA, J. E. de Carvalho. Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/73 (Rel. Pesquisa 27). Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974.
- PROCHNOW, H. U. (Org.). O EURODOLAR. Rio de Janeiro, Arte-Nova, 1972.
- RANGEL, Ignácio. A Inflação Brasileira. São Paulo, Brasiliense, 1978.
- SILVA, M. C. A Dívida do Setor Público Brasileiro (Rel. Pesquisa 32). Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.
- SOCHACZEWSKI, Antônio Cláudio. Tese de Doutorado (mimeo). London School of Economics, 1982.

TAVARES, Maria da Conceição. "Auge e Declínio do Processo de Substituição de Importações no Brasil" in Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar, 1976.

\_\_\_\_\_. "Notas sobre o Problema do Financiamento numa Economia em Desenvolvimento - o Caso do Brasil" in Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar, 1976.

\_\_\_\_\_. Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil (Tese de Livre Docência - mimeo). Rio de Janeiro, UFRJ, 1974.

\_\_\_\_\_. Ciclo e Crise - O Movimento Recente da Industrialização Brasileira (Tese para Professor Titular - mimeo), Rio de Janeiro, UFRJ, 1978.

\_\_\_\_\_. "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente" in BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello e COUTINHO, Renata (Orgs.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2. São Paulo, Brasiliense, 1983.

\_\_\_\_\_. "A Crise Financeira Global" in Revista de Economia Política nº 10. São Paulo, Brasiliense, 1983.

TEIXEIRA, Natermes Guimarães. Os Bancos de Desenvolvimento no Brasil. Rio de Janeiro, ABDE/CEBRAE/BNDE, 1979.

TRIFFIN, Robert. O Sistema Monetário Internacional. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1972.

\_\_\_\_\_. "O Colapso Monetário Internacional e a Reconstrução em Abril de 1972" in SAVAZINI, J.A, MALAN, P. S. e BAER, W. (Orgs.). Economia Internacional. São Paulo, Saraiva, 1979.

WELLS, John. "Euro-Dólares, Dívida Externa e o Milagre Brasileiro" in Estudos Cebrap nº 6. São Paulo, CEBRAP, 1973.

ZINI JUNIOR, Álvaro Antônio. Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil: Da Reforma de 1964/65 à Crise dos Anos Oitenta (Tese de Mestrado - mimeo). Campinas, UNICAMP, 1982.



ANEXO ESTATÍSTICO

QUADRO 1  
RESERVAS INTERNACIONAIS  
(1973 A 1982)

FINAL DE PERIODO	(SALDOS EM FINAL DE PERIODO)					
	OURO(1)	DES	TRANCHE OURO NO FMI	DIVISAS CONVERS	RESERVAS INTERNACIONAIS (TOTAL)	
	US\$ MILHÕES	US\$ MILHÕES	US\$ MILHÕES	US\$ MILHÕES	US\$ MILHÕES	CR\$ (2) BILHÕES
1973	56	189.6	140.3	6029.9	6415.8	40
1974	56	199.4	140.3	4873.4	5269.1	39
1975	56	191.1	140.3	3653.1	4040.5	37
1976	56	198.6	188.4	6100.9	6543.9	81
1977	64	210.6	194.7	6786.8	7256.1	116
1978	68	239.8	181.2	11406.1	11895.1	249
1979	722.2	383.2	241.5	8341.8	9688.7	412
1980	1143.3	383.8	344	5041.5	6912.6	453
1981	905.1	450.8	263.3	5887.6	7506.8	959
1982	65.3	.9	287	3641.2	3994.4	1009

FONTE: BOLETIM BACEN

NOTAS: 1- OURO CONTABILIZADO A PREÇOS DE MERCADO A PARTIR DE OUT/79.

2- CONVERSÃO: TAXA DE VENDA.

QUADRO 2  
OPERAÇÕES CAMBIAIS DAS AM  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - CR\$ BILHÕES)					
FINAL DE PERIODO	RESERVAS INTERN.  (1)	OUTRAS OPERAÇÕES CAMBIAIS (BB)			TOTAL
		ATIVAS (2)	PASSIVAS	SALDO LIQUIDO	
1973	40	9	4	5	45
1974	39	12	4	8	47
1975	37	15	5	10	47
1976	81	23	9	14	95
1977	116	20	9	11	127
1978	249	9	1	8	257
1979	412	58	7	51	463
1980	453	146	5	141	594
1981	959	288	1	287	1246
1982	1009	556	6	550	1559

FONTE: BOLETIM BACEN

NOTAS: 1- BASICAMENTE BACEN.

2- CALCULADO: OPERAÇÕES ATIVAS - RESERVAS.

QUADRO 3  
EXECUÇÃO ORÇAMENTARIA  
RESULTADO DE CAIXA ACUMULADO NAS AN  
(1973 A 1982)

(EM CR\$ BILHÕES)						
TESOURO NACIONAL - EXECUÇÃO FINANCEIRA (FLUXOS)						
PERIODO	RECEITAS	DESPESAS	RESULTADO DE CAIXA			RESULTADO DE CAIXA ACUMULADO NAS AN(6) (SALDOS)
	(1)	(2)	TOTAL(3)	CEF(4)	AN(5)	
1973	53	53	0	--	0	8
1974	77	73	4	--	4	4
1975	95	95	0	--	0	4
1976	166	165	1	2	-1	5
1977	243	242	1	1	0	5
1978	349	344	5	1	4	1
1979	510	508	2	1	1	0
1980	1219	1217	2	2	0	0
1981	2262	2259	3	3	0	0
1982	4618	4611	7	6	1	-1

FONTE: BOLETIM BACEN

NOTAS: 3 = 1-2 = 4+5

6 = SALDOS EM FINAL DE PERIODO; POSITIVO = DEFICIT ACUMULADO.

QUADRO 4  
 OPERAÇÕES DAS AM COM O TN  
 NÃO VINCULADAS A EXECUÇÃO ORÇAMENTARIA  
 (1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - CR\$ BILHÕES)								
FINAL DE PERIODO	COMERC. DO TRIGO	PREÇOS MINIMOS	PAG. P/ CONTA DE TERC. (1)	ADIANTAMENTOS - OPERAÇÕES ESPECIAIS				TOTAL (2)
				PETROLEO	ESTATAIS	COBAL	TOTAL	
1973	...	--	--	--	--	--	--	8
1974	...	--	--	--	--	--	--	7
1975	4	--	--	--	--	--	--	10
1976	3	--	--	--	--	--	--	7
1977	9	--	--	--	--	--	--	14
1978	22	--	--	--	--	--	--	24
1979	15	--	1	--	--	4	4	34
1980	72	--	10	133	0	3	136	218
1981	103	52	91	...	...	...	211	457
1982	114	229	42	...	...	...	406	791

FONTE: BOLETIM BACEN

NOTAS: 1- DECRETO LEI 1411/75, IAPAS E OUTROS.

2- INCLUINDO OUTRAS OPERAÇÕES ENTRE 1973 E 1979.

QUADRO 5  
 OPERAÇÕES DAS AM COM O TESOURO NACIONAL  
 (1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERÍODO - CR\$ BILHÕES)

FINAL DE PERÍODO	EXEC. ORÇ. (RES.CAIXA AC.NAS AM)	OP. NÃO VINC. A EXEC.ORÇ.	TOTAL
1973	8	8	16
1974	4	7	11
1975	4	10	14
1976	5	7	12
1977	5	14	19
1978	1	24	25
1979	0	34	34
1980	0	218	218
1981	0	457	457
1982	-1	791	790

FONTE: BOLETIM BACEN.

QUADRO 6  
 OPERAÇÕES DE CREDITO E EMPRESTIMOS (1)  
 VALORES  
 (1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - CR\$ BILHÕES)

FINAL DE PERIODO	CREDITOS AO SETOR FINANCEIRO	EMPRESTIMOS DO BANCO DO BRASIL			OUTROS CREDITOS DO BACEN	TOTAL
		S.PUBLICO	S.PRIVADO	TOTAL		
1973	13	1	46	47	9	69
1974	33	3	81	84	11	128
1975	56	4	133	137	14	207
1976	86	8	214	222	17	325
1977	127	14	319	333	19	479
1978	148	13	438	451	11	610
1979	180	21	721	742	14	936
1980	270	28	1211	1239	16	1525
1981	544	36	2025	2081	17	2642
1982	924	92	3452	3544	31	4499

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTA: 1- EXCLUSIVE REPASSES DO PASEP AO BNDE.

QUADRO 7  
 OPERAÇÕES DE CREDITO E EMPRESTIMOS  
 PARTICIPAÇÃO RELATIVA  
 (1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - %)

FINAL DE PERIODO	CREDITOS AO SETOR FINANCEIRO	EMPRESTIMOS DO BANCO DO BRASIL			OUTROS CREDITOS DO BACEN	TOTAL
		S.PUBLICO	S.PRIVADO	TOTAL		
1973	19	1	67	68	13	100
1974	26	3	63	66	8	100
1975	27	2	64	66	7	100
1976	27	2	66	68	5	100
1977	26	3	67	70	4	100
1978	24	2	72	74	2	100
1979	19	2	77	79	2	100
1980	18	2	79	81	1	100
1981	20	2	77	79	1	100
1982	20	2	77	79	1	100

FONTE: QUADRO 6.



QUADRO 8  
CREDITOS AO SETOR FINANCEIRO  
POR INSTITUIÇÕES  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO)										
FINAL	BANCOS		BANCOS		CAIXAS		FINANCEIRAS		TOTAL	
DE	COMERCIAIS		DES. E INV. (1)		ECONOMICAS		E OUTRAS INSTITUIÇÕES			
PERIODO	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%
1973	9	69	4	31	0	0	0	0	13	100
1974	18	56	12	36	1	1	2	7	33	100
1975	32	58	19	34	1	1	4	7	56	100
1976	48	56	28	33	3	3	7	8	86	100
1977	65	51	45	35	7	6	10	8	127	100
1978	70	47	56	38	12	8	10	7	148	100
1979	95	53	63	35	12	7	10	5	180	100
1980	157	58	89	33	13	5	11	4	270	100
1981	354	65	166	31	16	3	8	1	544	100
1982	671	73	225	24	20	2	8	1	924	100

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTAS: 1- EXCLUSIVE REPASSES DO PASEP PARA O BNDE.

## QUADRO 9

## CREDITOS AO SETOR FINANCEIRO

## POR OPERAÇÕES

(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERÍODO)

FINAL DE PERÍODO	REDESCONTO		EMPRESTIMOS DE LIQUIDEZ		REFIN. A MANUFAT. EXPORTAVEIS		REPASSES F & P (1)		OUTROS CREDITOS (2)		TOTAL	
	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%	CR\$ BILHÕES	%
1973	1	8	0	0	2	15	8	62	2	15	13	100
1974	2	7	2	5	2	7	16	49	11	32	33	100
1975	4	6	2	3	7	12	27	50	16	29	56	100
1976	3	3	4	5	12	14	46	54	21	24	86	100
1977	3	2	6	5	20	15	66	52	32	26	127	100
1978	2	2	6	4	27	18	81	54	32	22	148	100
1979	5	3	1	1	44	24	97	54	33	18	180	100
1980	6	2	11	4	77	28	131	49	45	17	270	100
1981	19	3	0	0	261	48	222	41	42	8	544	100
1982	26	3	23	2	535	58	298	32	42	5	924	100

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTAS: 1- EXCLUSIVE REPASSES DO PASEP PARA O BNDE.

2- INCLUI PROGRAMA ESPECIAL DE INCENTIVO A EXPORTAÇÃO.

QUADRO 10  
EMPRESTIMOS DO BB AO SETOR PRIVADO (1)  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO)								
FINAL DE PERIODO	ATIVIDADES RURAIS		INDUSTRIA E COMERCIO		OUTROS (2)		TOTAL	
	CR\$ BILHÖES	%	CR\$ BILHÖES	%	CR\$ BILHÖES	%	CR\$ BILHÖES	%
1973	23	51	19	41	4	8	46	100
1974	43	52	32	40	6	8	81	100
1975	72	54	53	40	8	6	133	100
1976	115	54	82	38	17	8	214	100
1977	170	53	117	37	32	10	319	100
1978	226	52	164	37	48	11	438	100
1979	358	54	241	36	69	10	668	100
1980	627	55	408	35	115	10	1150	100
1981	1054	55	746	39	123	6	1923	100
1982	1818	54	1331	40	202	6	3351	100

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTAS: 1- OS DADOS DE 1979 A 1982 NÄO SÄO COMPATIVETIS COM O QUADRO 6 DESTB  
ANEXO ESTATISTICO.

2- PARTICULARES E ATIVIDADES NÄO ESPECIFICADAS.

QUADRO 11  
OUTRAS CONTAS ATIVAS DAS AM  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - CR\$ BILHÕES)

FINAL DE PERIODO	TITULOS E VALORES MOBILIAR.	DEV. PAG. GARANTIAS PRESTADAS	IMOBILIZ.	OUTRAS CONTAS (SAL.LIQ.) (1)	TOTAL
1973	1	0	2	4	7
1974	1	0	2	8	11
1975	6	0	3	18	27
1976	7	0	5	14	26
1977	11	3	15	15	44
1978	21	6	23	6	56
1979	31	20	39	51	141
1980	47	33	65	28	173
1981	81	41	114	217	453
1982	202	86	259	-425	122

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTA: 1- PARA COMPARAÇÃO ENTRE ESTES VALORES E "OUTRAS CONTAS (SALDO LIQUIDO)" DO BOLETIM DE SET/83 DEVEM SER SOMADOS OS FUNDOS & PROGRAMAS E A RES. 63 DO BB E AS QUOTAS DOS ORGANISMOS INTERNACIONAIS E SUBTRAÍDOS O IMOBILIZADO, OS DEPOSITOS DE ORGANISMOS INTERNACIONAIS E (PARA 1973-79) AS OUTRAS OPERAÇÕES DO TESOIRO NÃO ESPECIFICADAS NO QUADRO 4.

QUADRO 12  
RECURSOS MONETARIOS  
AUTORIDADES MONETARIAS  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO)

FINAL DE PERIODO	PAPEL-MOEDA EM CIRCULAÇÃO		DEPOSITOS DOS BANCOS COMERC.		DEPOSITOS A VISTA NO BB		TOTAL	
	CR\$ BILHÖES	%	CR\$ BILHÖES	%	CR\$ BILHÖES	%	CR\$ BILHÖES	%
1973	18	45	8	19	15	36	41	100
1974	23	43	10	19	21	38	54	100
1975	34	46	12	17	28	37	74	100
1976	50	45	24	22	37	33	111	100
1977	70	42	52	31	45	27	167	100
1978	102	42	78	32	62	26	242	100
1979	184	41	149	34	113	25	446	100
1980	320	46	210	30	169	24	699	100
1981	574	48	318	27	296	25	1188	100
1982	1094	49	629	28	496	23	2219	100

FONTE: BOLETIM BACEN.

QUADRO 13  
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL  
(TÍTULOS EM CIRCULAÇÃO)  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERÍODO)						
FINAL	ORTN		LTN		DMFI (1)	
DE	CR\$		CR\$		CR\$	
PERÍODO	BILHÕES	%	BILHÕES	%	BILHÕES	%
1973	21	55	17	45	38	100
1974	33	69	15	31	48	100
1975	60	62	37	38	98	100
1976	84	55	69	45	154	100
1977	119	50	121	50	240	100
1978	163	46	195	54	358	100
1979	251	48	270	52	522	100
1980	589	69	259	31	848	100
1981	1986	64	1102	36	3088	100
1982	4399	81	1463	19	7863	100

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTA: 1- INCLUSIVE OTN.

QUADRO 14  
TÍTULOS FEDERAIS EM CARTEIRA - AM  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERÍODO - CR\$ BILHÕES)

FINAL DE PERÍODO	BACEN			B.B			TOTAL
	ORTN	LTN	TOTAL	ORTN	LTN	TOTAL	
1973	0	5	5	1	--	1	6
1974	0	0	0	2	--	2	2
1975	2	15	17	2	1	3	20
1976	3	5	8	3	1	4	12
1977	21	15	36	6	1	7	43
1978	11	34	45	7	2	9	54
1979	18	106	124	7	2	9	133
1980	160	72	232	7	3	10	242
1981	570	243	813	13	11	24	837
1982	1808	591	2399	127	1	128	2527

FONTE: BOLETIM BACEN.

QUADRO 15  
DEPOSITOS REGISTRADOS EM MOEDAS ESTRANGEIRAS

VALORES

(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - CR\$ BILHÖES)

FINAL DE PERIODO	DEPOSITOS VOLUNTARIOS		RETENÇÃO COMPULSORIA		ARRENDAM. MERCANTIL	TOTAL BACEN	TOTAL LIQUIDO (5)
	BANCOS (1)	EMPRESAS (2)	TEMPORARIOS (3)	PARCIAL (4)			
1973	--	--	--	...	...	0	0
1974	...	--	--	...	...	0	0
1975	...	--	--	...	...	1	1
1976	...	--	--	...	...	1	1
1977	3	21	26	--	0	50	50
1978	2	30	114	--	0	146	141
1979	32	158	143	13	0	352	342
1980	19	363	223	--	0	605	593
1981	243	844	477	--	8	1572	1462
1982	522	1451	442	--	31	2446	2274

FONTE: BOLETIM BACEN E ACOMPANHAMENTO DIARIO-BACEN.

NOTAS: 1- C. 230 - RECURSOS DA R. 63.

2- R. 432 - RECURSOS DA 4131 (MOVIMENTAÇÃO RESTRINGIDA ENTRE 07-12-79 E 16-06-82).

3- FORMAS DE LIBERAÇÃO DIVERSAS - INCLUSIVE CIRCULAR 503.

4- R. 236 - RESPONSABILIDADE RESTRITA A CORREÇÃO CAMBIAL.

5- LIQUIDO DOS DEPOSITOS DO BB NO BACEN.



QUADRO 16  
DEPOSITOS REGISTRADOS EM MOEDAS ESTRANGEIRAS  
PARTICIPAÇÃO RELATIVA (1)  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - %)

FINAL DE PERIODO	DEPOSITOS VOLUNTARIOS		RETENÇÃO COMPULSORIA		ARRENDAM.	TOTAL
	BANCOS	EMPRESAS	TEMPORARIOS	PARCIAL	MERCANTIL	
1973	--	--	--	...	...	100
1974	...	--	--	...	...	100
1975	...	--	--	...	...	100
1976	...	--	--	...	...	100
1977	5	43	52	--	0	100
1978	2	20	78	--	0	100
1979	9	45	42	4	0	100
1980	3	60	37	--	0	100
1981	15	54	30	--	1	100
1982	22	59	18	--	1	100

FONTE: QUADRO 15.

NOTA: 1- CALCULADO COM O "TOTAL BACEN" (INCLUSIVE DEPOSITOS DO BB).

QUADRO 17  
RECURSOS EXTERNOS DAS AM  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - CR\$ BILHÕES)

FINAL DE PERIODO	OBRIG. EM MOEDAS ESTRANG.			RES.63	TOTAL
	BACEN	BB	TOTAL	(BB)	
1973	3	--	3	1	4
1974	4	--	4	4	8
1975	5	--	5	7	12
1976	11	--	11	11	22
1977	21	--	21	15	36
1978	31	17	48	24	72
1979	128	53	181	55	236
1980	353	92	445	110	555
1981	710	150	860	292	1152
1982 (1)	1151	248	1399	567	1966

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTA: 1- RES. 63 - ESTIMATIVA - NÃO FOI POSSIVEL  
DEDUZIR AS PARCELAS DO BASA, BNCC, BNB,  
BNDES.

QUADRO 18  
DEPOSITOS DIVERSOS NAS AM  
(1973 A 1982)

FINAL DE PERIODO	RESTITUIVEIS (BACEN)		A PRAZO (BB)	OUTROS (2)	ARRECAD. DIVERSAS (3)	TOTAL
	S/IMPORT.	OUTROS(1)				
1973	--	--	1	9	2	12
1974	--	--	3	12	1	16
1975	7	--	5	19	1	32
1976	40	1	1	22	2	66
1977	43	5	1	21	3	73
1978	62	9	2	21	4	98
1979	82	7	1	28	6	124
1980	32	10	1	50	19	112
1981	15	18	92	72	33	230
1982	7	0	202	427	59	695

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTAS: 1- S/ VIAGENS E OLEO COMBUSTIVEL (1976-79); EMPRESTIMOS COMPULSORIOS D.L. 1782 (1980-81).

2- ESSENCIALMENTE DEPOSITOS DO GOVERNO FEDERAL NO BB, DEPOSITOS VINCULADOS NO BB E DEPOSITOS PARA A CONSTITUIÇÃO E AUMENTO DE CAPITAL DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS.

3- IMPOSTOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS, IOF, FPAS, FGTS, PIS E CONTRIBUIÇÃO SINDICAL.

QUADRO 19  
RECURSOS PROPRIOS DO BANCO DO BRASIL S.A.  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - CR\$ BILHÕES)

FINAL DE PERIODO	PATRIMONIO LIQUIDO	FUNDOS E PROGRAMAS - BB			TOTAL
		PASEP(1)	OUTROS(2)	TOTAL	
1973	13	4	1	5	18
1974	21	6	4	10	31
1975	33	7	11	18	51
1976	46	8	18	26	72
1977	67	10	24	34	101
1978	109	11	31	42	151
1979	183	28	37	65	248
1980	315	44	50	94	409
1981	692	78	...	78	770
1982	1334	160	...	160	1494

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTAS: 1- LIQUIDOS DOS REPASSES PARA O BNDE.

2- FDU, FISET, FUNPROÇUCAR, FURAISUL, FURAINOR, ETC... (1980 - ESTI-MATIVA).

QUADRO 20  
RECURSOS PRÓPRIOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERÍODO - CR\$ BILHÕES)

FINAL DE PERÍODO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO - BACEN (1)			SERVIÇO DA DMIF		F & P	TOTAL (1-2-3+4)
	PATRIM.E RESERVAS	CONTAS DE RESULTADO	TOTAL	EM PODER DO PUBL. (2)	OUTRAS OPER. (3)	BACEN (4)	
1973	...	...	11	14	-5	28	30
1974	...	...	23	27	-10	36	42
1975	14	19	33	44	-10	48	47
1976	20	34	54	86	-9	67	44
1977	29	55	84	143	-6	98	45
1978	66	6	72	241	7	116	-60
1979	88	-21	67	388	20	130	-211
1980	100	-173	-73	599	20	228	-464
1981	208	-798	-590	1693	202	230	-2255
1982	865	-2212	-1347	4995	1075	403	-7014

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTAS: 3- VER NOTA 5 DO QUADRO 21.

4- LÍQUIDOS DE "ADIANTAMENTO".

QUADRO 21  
SERVIÇO DA DMIF  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERÍODO - CR\$ BILHÕES)

FINAL DE PERÍODO	DMFI (1)	TÍT. FED. CARTEIRA AM (2)	COLOCAÇÃO LIQ. JUNTO AO PUBL. (3)	SERVIÇO DA DMIF		TOTAL (6=4+5)
				EM PODER DO PUBL. (4=1-2-3)	OUTRAS OPER. (5)	
1973	38	6	18	14	-5	9
1974	48	2	19	27	-10	17
1975	98	20	34	44	-10	34
1976	154	12	56	86	-9	77
1977	240	43	54	143	-6	137
1978	358	54	63	241	7	248
1979	522	133	1	388	20	408
1980	848	242	7	599	20	619
1981	3088	837	558	1693	202	1895
1982	7863	2527	341	4995	1075	6070

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTA: 5- CUSTOS DA DÍVIDA INTERNA COBERTOS COM RECURSOS ORÇAMENTÁRIOS (-), RENDAS DE OPERAÇÕES COM TÍTULOS FEDERAIS DAS CARTEIRAS PRÓPRIAS DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS (+), TRANSFERÊNCIAS PARA O FUNAGRI E FINEX (-), ETC.

OBS: OS ITENS 4 E 6 FORAM CALCULADOS.

QUADRO 22  
FUNDOS E PROGRAMAS - BACEN  
(1973 A 1982)

(SALDOS EM FINAL DE PERIODO - CR\$ BILHÕES)								
FINAL DE PERIODO	FUNDOS E PROGRAMAS - TOTAL BRUTO						ADIANT.	F & P  TOTAL LIQUIDO
	FDPE	FUNAGRI	FINEX	RESERVA MONET.(1)	OUTROS	TOTAL		
1973	13	8	1	4	3	29	1	28
1974	13	12	1	6	5	37	1	36
1975	13	22	3	10	7	55	7	48
1976	15	44	6	15	10	90	23	67
1977	18	65	7	21	10	121	23	98
1978	-5	76	16	65	5	157	41	116
1979	12	88	42	45	3	190	60	130
1980	19	189	102	62	-1	371	143	228
1981	17	291	195	88	9	600	370	230
1982	13	616	326	57	43	1055	652	403

FONTE: BOLETIM BACEN.

NOTAS: 1- INCLUSIVE DECRETO-LEI 1638.

2- PROTERRA, POLONORDESTE, PROAGRO, ETC.

QUADRO 23  
CONTAS ATIVAS DAS AM  
FLUXOS - VALORES  
(1974 A 1982)

(FLUXOS LIQUIDOS - CR\$ BILHÕES)

PERIODO	OPERAÇÕES CAMBIAIS	TESOURO NACIONAL	CREDITOS E EMPRES.	OUTRAS OPERAÇÕES	PASSIVO A DESCOBERTO BACEN	TOTAL
1974	2	-5	59	4	--	60
1975	0	3	79	16	--	98
1976	48	-2	118	-1	--	163
1977	32	7	154	18	--	211
1978	130	6	131	12	--	279
1979	206	9	326	85	151	777
1980	131	184	589	32	253	1189
1981	652	239	1117	280	1791	4079
1982	313	333	1857	-331	4759	6931

FONTE: BOLETIM BACEN.



QUADRO 24  
CONTAS ATIVAS DAS AM  
FLUXOS - PARTICIPAÇÃO RELATIVA  
(1974 A 1982)

(FLUXOS LIQUIDOS - %)

PERIODO	OPERAÇÕES CAMBIAIS	TESOURO NACIONAL	CREDITOS E EMPREST.	OUTRAS OPERAÇÕES	PASSIVO A DESCOBERTO BACEN	TOTAL
1974	3	-8	98	7	---	100
1975	0	3	81	16	---	100
1976	29	-1	72	0	---	100
1977	15	3	73	9	---	100
1978	47	2	47	4	---	100
1979	27	1	42	11	19	100
1980	11	15	50	3	21	100
1981	16	6	27	7	44	100
1982	5	5	27	-5	69	100

FONTE: QUADRO 23.

QUADRO 25  
CONTAS PASSIVAS DAS AM  
FLUXOS - VALORES  
(1974 A 1982)

(FLUXOS LIQUIDOS - CR\$ BILHÕES)								
PERIODO	HM-AM	DMIF EM PODER DO PUBL.	DRME	RECURSOS EXTERNOS	DEPOSITOS DIVERSOS	RECURSOS PROPRIOS BB	RECURSOS PROPRIOS BACEN	TOTAL
1974	13	14	0	4	4	13	12	60
1975	20	32	1	4	16	20	5	98
1976	37	64	0	10	34	21	-3	163
1977	56	55	49	14	7	29	1	211
1978	75	107	91	36	25	50	-105	279
1979	204	85	201	164	26	97	--	777
1980	253	217	251	319	-12	161	--	1189
1981	489	1645	869	597	118	361	--	4079
1982	1031	3085	812	814	465	724	--	6931

FONTE: BOLETIM BACEN.

QUADRO 26  
CONTAS PASSIVAS DAS AM  
FLUXOS - PARTICIPAÇÃO RELATIVA  
(1974 A 1982)

PERÍODO	(FLUXOS LÍQUIDOS - %)							TOTAL
	HM-AM	DMIF EM PODER DO PUBL.	DRME	RECURSOS EXTERNOS	DEPOSITOS DIVERSOS	RECURSOS PRÓPRIOS BB	RECURSOS PRÓPRIOS BACEN	
1974	21	23	0	7	7	22	20	100
1975	21	33	1	4	16	20	5	100
1976	23	39	0	6	21	13	-2	100
1977	27	26	23	7	3	14	0	100
1978	27	38	33	13	9	18	-38	100
1979	26	11	26	21	3	13	--	100
1980	21	18	21	27	-1	14	--	100
1981	12	40	21	15	3	9	--	100
1982	15	44	12	12	7	10	--	100

FONTE: QUADRO 25.

# ÍNDICE DOS QUADROS E GRÁFICOS

	PÁG.
- PRELÚDIO	
Quadro 1 - Crescimento Econômico e Inflação (1956-82).....	27
Quadro 2 - Estados Unidos - Passivos Externos/PIB (1969-82).....	39
Quadro 3 - Reservas e Mercado Financeiro Interna- cional (1969-82).....	39
Quadro 4 - US\$/DES (1970-82).....	44
Quadro 5 - Taxa Básica de Juros Reais - "LIBOR" (1969-82).....	46
Quadro 6 - Cr\$/US\$ e Cr\$/DES - Taxa Média e Varia- ção (1969-82).....	55
Quadro 7 - Poder de Compra do Cruzeiro - Variação Real da Paridade (1969-82).....	57
Quadro 8 - Índice de Relação de Trocas (1969-82)....	61
Quadro 9 - Despesas Financeiras com Empréstimos Externos e Taxas Domésticas de Juros (1969-82)....	64
Gráfico 1 - Crescimento Econômico e Inflação (1956-82).....	28
Gráfico 2 - Estados Unidos - Passivos Externos/PIB (1969-82).....	40
Gráfico 3 - Reservas Internacionais - Todos os Paí- ses (1969-82).....	41
Gráfico 4 - US\$/DES - Taxa Média (1970-82).....	45
Gráfico 5 - Taxa Básica de Juros Reais - "LIBOR" (1969-82).....	47
Gráfico 6 - Cr\$/US\$ e Cr\$/DES - Variação da Taxa Média (1969-82).....	56
Gráfico 7 - Variação Cr\$/DES + Inflação Países Industrializados e Inflação Brasileira (1969-82).....	58
Gráfico 8 - Poder de Compra do Cruzeiro Variação Real da Paridade (1969-82).....	59

Gráfico 9 - Índice de Relação de Trocas - 1977=100 (1969-82).....	62
Gráfico 10 - Despesas Financeiras com Empréstimos Externos e Taxas Domésticas de Juros (1969-82).....	65

## I - ALLEGRO VIVACE

Quadro 10 - Dívida Externa (1967-73).....	72
Quadro 11 - Empréstimos em Moeda, Reservas Inter- nacionais e Juros Líquidos dos Emprês- timos em Moeda - Fluxos (1968-73).....	72
Quadro 12 - Reservas Internacionais/Importações (1968-73).....	76
Quadro 13 - Empréstimos Externos em Moeda/PIB (1967-73).....	80
Quadro 14 - Haveres Financeiros (1956-73).....	84
Quadro 15 - Haveres Financeiros/PIB (1956-73).....	84
Quadro 16 - Haveres Monetários - Valores (1956-73)...	87
Quadro 17 - Haveres Monetários - Participação Re- lativa (1956-73).....	88
Quadro 18 - HFNM/HF (1956-73).....	92
Quadro 19 - Haveres Financeiros Não-Monetários - Valores (1964-73).....	96
Quadro 20 - Haveres Financeiros Não-Monetários - Participação Relativa (1964-73).....	96
Quadro 21 - ORTN e LTN - Principais Tomadores-Va- lores (1968-73).....	98
Quadro 22 - ORTN e LTN - Principais Tomadores - Participação Relativa (1968-73).....	98
Quadro 23 - HFNM/PIB - Ativos Discriminados (1964-73).....	99
Gráfico 11- Empréstimos Externos em Moeda/PIB (1967-73).....	81
Gráfico 12- Haveres Financeiros/PIB (1956-73).....	85
Gráfico 13- HFNM/HF (1956-73).....	93

Gráfico 14- HFN/PIB - Ativos Discriminados (1964-73).....	100
--	-----

## II - ANDANTE

Quadro 24 - Balança Comercial e Serviços (1973-78).....	111
Quadro 25 - Reservas Internacionais/Importações (1973-78).....	112
Quadro 26 - Dívida Externa (1973-78).....	113
Quadro 27 - Empréstimos Externos em Moeda/PIB (1973-78).....	113
Quadro 28 - Haveres Financeiros (1973-78).....	117
Quadro 29 - HF/PIB (1973-78).....	118
Quadro 30 - Haveres Monetários - Valores (1973-78)...	120
Quadro 31 - Haveres Monetários - Autoridades Mone- tárias (1973-78).....	120
Quadro 32 - Haveres Monetários - Bancos Comerciais (1973-78).....	121
Quadro 33 - Haveres Monetários - Participação Rela- tiva (1973-78).....	122
Quadro 34 - Depósitos Compulsórios (1973-78).....	124
Quadro 35 - HM/PIB (1973-78).....	124
Quadro 36 - HFN/HF (1973-78).....	126
Quadro 37 - Haveres Financeiros Não-Monetários - Valores (1973-78).....	130
Quadro 38 - Haveres Financeiros Não-Monetários - Participação Relativa (1973-78).....	131
Quadro 39 - ORTN e LTN - Principais Tomadores - Valores (1973-78).....	131
Quadro 40 - ORTN e LTN - Principais Tomadores - Participação Relativa (1973-78).....	132
Quadro 41 - HFN/PIB - Ativos Discriminados (1973-78).....	132
Quadro 42 - Empréstimos dos Bancos Comerciais, Bancos de Investimento e Financeiras - Exclusive Repasses da R. 63. (1973-78).....	140

Quadro 43 - HM - BCOM/Empréstimos - Exclusive Repas- ses da R. 63 (1973-78).....	141
Quadro 44 - Contas Ativas das AM - Saldos - Valo- res (1973-78).....	145
Quadro 45 - Contas Ativas das AM - Saldos - Par- ticipação Relativa (1973-78).....	146
Quadro 46 - Contas Passivas das AM - Saldos - Va- lores (1973-78).....	150
Quadro 47 - Contas Passivas das AM - Saldos - Par- ticipação Relativa (1973-78).....	150
Quadro 48 - Dívida Mobiliária Interna Federal em Poder do Público e Operações do Tesou- ro com as AM - Fluxos (1974-78).....	158
Quadro 49 - Dívida Mobiliária Interna Federal em Poder do Público e Operações em Moedas Estrangeiras das AM - Fluxos (1974-78)...	159
Quadro 50 - Créditos e Empréstimos, Recursos Mone- tários e Depósitos Diversos nas AM (1973-78).....	164
Gráfico 15- Empréstimos Externos em Moeda/PIB (1973-78).....	114
Gráfico 16- Haveres Financeiros/PIB (1973-78).....	119
Gráfico 17- Haveres Monetários/PIB (1973-78).....	125
Gráfico 18- HFNM/HF (1973-78).....	127
Gráfico 19- HFNM/PIB - Ativos Discriminados (1973-78).....	133
Gráfico 20- HM - BCOM/Empréstimos (1973-78).....	142

### III- PRESTÍSSIMO

Quadro 51 - Dívida Externa (1978-82).....	167
Quadro 52 - Juros Líquidos e Empréstimos em Moeda e Reservas Internacionais - Fluxos (1979-82).....	167
Quadro 53 - Balança Comercial e Serviços (1979-82).....	168

Quadro 54 - Empréstimos Externos em Moeda/PIB (1978-82).....	170
Quadro 55 - Empréstimos Externos em Moeda-Públicos e Privados - Fluxos Líquidos (1979-82).....	173
Quadro 56 - Haveres Financeiros (1978-82).....	176
Quadro 57 - Haveres Financeiros/PIB (1978-82).....	177
Quadro 58 - Haveres Monetários - Valores (1978-82).....	179
Quadro 59 - Haveres Monetários - Participação Relativa (1978-82).....	179
Quadro 60 - Haveres Monetários/PIB (1978-82).....	181
Quadro 61 - Haveres Financeiros Não-Monetários/Haveres Financeiros (1978-82).....	183
Quadro 62 - Haveres Financeiros Não-Monetários - Valores (1978-82).....	186
Quadro 63 - Haveres Financeiros Não-Monetários - Participação Relativa (1978-82).....	186
Quadro 64 - ORTN e LTN - Principais Tomadores - Valores (1978-82).....	187
Quadro 65 - ORTN e LTN - Principais Tomadores - Participação Relativa (1978-82).....	187
Quadro 66 - Haveres Financeiros Não-Monetários/PIB - Ativos Discriminados (1978-82).....	189
Quadro 67 - Empréstimos/PIB - BCOM + BI + FIN (1978-82).....	193
Quadro 68 - HM - BCOM/Empréstimos (1978-82).....	194
Quadro 69 - Bancos Comerciais-Recursos Externos/Empréstimos - Saldos (1978-82).....	196
Quadro 70 - Bancos de Investimento - Recursos Externos/Empréstimos - Saldos (1978-82)....	196
Quadro 71 - Contas Ativas das AM - Saldos - Valores (1978-82).....	201
Quadro 72 - Contas Ativas das AM - Saldos - Participação Relativa (1978-82).....	201
Quadro 73 - Contas Passivas das AM - Saldos - Valores (1978-82).....	204



Quadro 74 - Contas Passivas das AM - Saldos - Participação Relativa (1978-82).....	204
Gráfico 21- Empréstimos Externos em Moeda/PIB (1978-82).....	171
Gráfico 22- Haveres Financeiros/PIB (1978-82).....	178
Gráfico 23- Haveres Monetários/PIB (1978-82).....	182
Gráfico 24- HFNM/HF (1978-82).....	184
Gráfico 25- HFNM/PIB - Ativos Discriminados (1978-82).....	190
Gráfico 26- HM - BCOM/Empréstimos (1978-82).....	195
Gráfico 27- Bancos Comerciais e de Investimento - Recursos Externos/Empréstimos (1978-82).....	197

#### - FINALE

Gráfico 28- Haveres Financeiros e Empréstimos Externos em Moeda/PIB (1956-82).....	223
--	-----

#### - ANEXO ESTATÍSTICO

Quadro 1 - Reservas Internacionais (1973-82).....	234
Quadro 2 - Operações Cambiais das AM (1973-82).....	235
Quadro 3 - Execução Orçamentária - Resultado de Caixa Acumulado nas AM (1973-82).....	236
Quadro 4 - Operações das AM com o TN Não Vinculadas a Execução Orçamentária (1973-82).....	237
Quadro 5 - Operações das AM com o Tesouro Nacional (1973-82).....	238
Quadro 6 - Operações de Crédito e Empréstimos - Valores (1973-82).....	239
Quadro 7 - Operações de Crédito e Empréstimos - Participação Relativa (1973-82).....	240
Quadro 8 - Créditos ao Setor Financeiro por Instituições (1973-82).....	241

Quadro 9 - Créditos ao Setor Financeiro por Operações (1973-82).....	242
Quadro 10 - Empréstimos do BB ao Setor Privado (1973-82).....	243
Quadro 11 - Outras Contas Ativas das AM (1973-82)....	244
Quadro 12 - Recursos Monetários - Autoridades Monetárias (1973-82).....	245
Quadro 13 - Dívida Mobiliária Interna Federal - Títulos em Circulação (1973-82).....	246
Quadro 14 - Títulos Federais em Carteira - AM (1973-82).....	247
Quadro 15 - Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras - Valores (1973-82).....	248
Quadro 16 - Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras - Participação Relativa (1973-82).....	249
Quadro 17 - Recursos Externos das AM (1973-82).....	250
Quadro 18 - Depósitos Diversos nas AM (1973-82).....	251
Quadro 19 - Recursos Próprios do Banco do Brasil S.A. (1973-82).....	252
Quadro 20 - Recursos Próprios do Banco Central do Brasil (1973-82).....	253
Quadro 21 - Serviços da DMIF (1973-82).....	254
Quadro 22 - Fundos e Programas - BACEN (1973-82).....	255
Quadro 23 - Contas Ativas das AM - Fluxos - Valores (1974-82).....	256
Quadro 24 - Contas Ativas das AM - Fluxos - Participação Relativa (1974-82).....	257
Quadro 25 - Contas Passivas das AM - Fluxos - Valores (1974-82).....	258
Quadro 26 - Contas Passivas das AM - Fluxos - Participação Relativa (1974-82).....	259